

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**01/2013**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema



## ÍNDICE

### Informe trimestral de la economía española

1 Rasgos básicos	3
2 Entorno exterior del área del euro	11
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	19
4 La economía española	34
5 Evolución financiera	57
Evolución reciente de la población en España y proyecciones a corto y largo plazo	71
La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras españolas desde el inicio de la crisis. Un análisis desagregado	81
Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis	89
Reglas fiscales en América Latina	101
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2012	115

### Indicadores económicos

1\*

### Publicaciones del Banco de España

63\*

### Siglas, abreviaturas y signos utilizados

64\*

Durante los tres primeros trimestres de 2012 la economía española prolongó la trayectoria contractiva que había iniciado en el cuarto trimestre del año precedente. Los indicadores disponibles apuntan a que esta pauta se habría intensificado en el período octubre-diciembre, estimándose un descenso en la tasa intertrimestral del PIB del 0,6 %, lo que supone una caída en su tasa interanual del 1,7 % (véase cuadro 1). Por el lado del gasto, la demanda nacional intensificó su ritmo de retroceso hasta una tasa intertrimestral del 1,9 % (-4,6 % interanual), resultado de la confluencia de una serie de factores de carácter transitorio, tales como los efectos de la reversión del adelantamiento de compras previo a la subida de tipos de IVA en el tercer trimestre o la supresión de la paga de diciembre de los empleados públicos, con otros más persistentes, como el mantenimiento de unas condiciones de financiación estrictas, pese al alivio de los últimos meses, o la debilidad del mercado de trabajo. Por su parte, la demanda exterior neta repuntó en el último trimestre del año hasta contribuir en 1,4 puntos porcentuales (pp) al producto (2,9 pp en tasa interanual), como consecuencia, principalmente, de la disminución de las compras al exterior, motivada por la debilidad de la demanda final así como por la reversión de la anticipación al trimestre precedente de algunas importaciones. El debilitamiento de la economía del área del euro provocó una pérdida de tono de las exportaciones en este período.

Con este cierre del año, el PIB habría caído un 1,3 % en 2012, en un contexto financiero de elevada tensión, consolidación fiscal, desapalancamiento del sector privado y continuada reducción del empleo. Detrás de este descenso del PIB se encuentra una contracción de la demanda nacional (-3,9 %), superior a la del año precedente, y a la que contribuyeron todos sus componentes, tanto de consumo como de inversión. Por el contrario, la demanda exterior neta atenuó, un año más, el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una aportación positiva de 2,6 pp en el promedio del ejercicio, apoyada tanto en el avance de las exportaciones como en el descenso de las importaciones. Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas empeoraron sus registros respecto a 2011, con descensos del valor añadido en la industria, en los servicios de no mercado y, sobre todo, en la construcción, y un crecimiento prácticamente nulo en los servicios de mercado. El empleo disminuyó a un ritmo superior al del año previo, estimándose un descenso del número de ocupados del 4,3 %, en parte como resultado del retroceso del empleo público, que cayó por primera vez desde que se iniciara la crisis. La tasa de paro repuntó con intensidad a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar el 25 % en el tercer trimestre, en un entorno en el que la población activa experimentó un descenso muy moderado.

Tras el incremento del año anterior, los costes laborales retomaron la trayectoria de moderación iniciada en 2010, estimándose un descenso de la remuneración por asalariado (-0,6%), muy influido por la bajada de los salarios públicos. La tasa de inflación acusó una marcada aceleración en la segunda mitad del año, como consecuencia de las subidas en los precios de la energía y del efecto del alza del IVA y de precios administrados sobre los precios finales. El IPC concluyó 2012 con una tasa interanual del 2,9 % (2,2 % en términos del IPSEBENE), lo que determinó un diferencial de inflación con la UEM positivo de 0,8 pp, que refleja el conjunto de factores con impacto temporal mencionados. A medida que se vayan cancelando los efectos base que estos han motivado, los diferenciales de inflación deberían volver a ser favorables para España, como ocurría en la primera mitad de 2012.

	2011	2012	2011				2012			
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional										
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria										
Producto interior bruto	0,4	-1,3	0,3	0,2	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6
Consumo privado	-1,0	-1,9	-0,7	-0,2	-0,6	-1,0	0,5	-0,9	-0,5	-1,6
Formación bruta de capital	-5,5	-8,7	-1,1	-1,3	-0,9	-3,3	-2,1	-3,2	-1,5	-2,0
Demanda interna	-1,9	-3,9	-0,3	-0,7	-0,8	-1,3	-0,3	-1,3	-1,1	-1,9
Exportaciones	7,6	3,3	1,0	1,2	3,5	0,1	-2,3	1,7	4,8	-0,7
Importaciones	-0,9	-5,0	-1,0	-2,0	0,8	-2,8	-1,9	-1,3	2,4	-5,0
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,3	2,6	0,6	0,9	0,8	0,9	-0,1	0,9	0,8	1,4
Tasas de variación interanual										
PIB	0,4	-1,3	0,5	0,5	0,6	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	-1,7
Empleo	-1,7	-4,3	-1,4	-0,9	-1,6	-2,9	-3,7	-4,7	-4,6	-4,1
Deflactor del PIB	1,0	-0,1	1,0	1,2	0,8	0,8	0,4	0,1	0,5	-1,6
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)										
IPC	3,2	2,4	3,6	3,2	3,1	2,4	1,9	1,9	3,4	2,9
IPSEBENE	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,5	1,2	1,3	2,1	2,1
IAPC	3,1	2,4	3,3	3,0	3,0	2,4	1,8	1,8	3,5	3,0
Diferencial del IAPC frente al área del euro	0,3	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,9	-0,6	0,9	0,8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

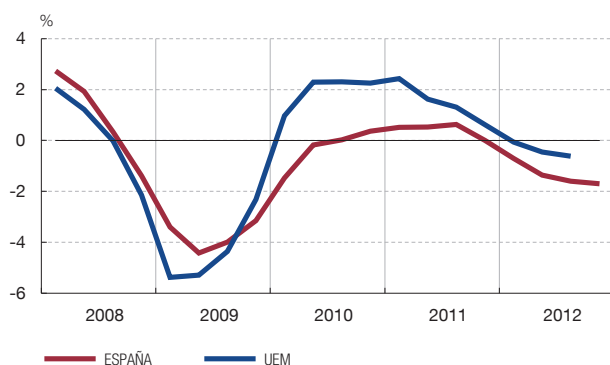
a Información disponible hasta el día 21 de enero de 2013.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales.

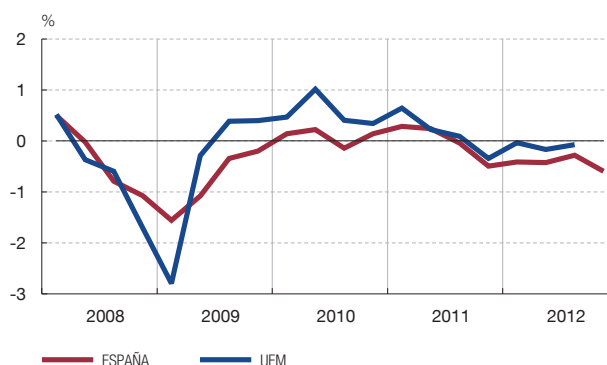
En el panorama financiero internacional, el ritmo de actividad, tendió a estabilizarse en los meses finales de 2012, tras una desaceleración en los trimestres precedentes. Dentro de este comportamiento global, se mantuvieron desarrollos discrepantes entre las economías emergentes y las avanzadas. En las primeras, que en conjunto experimentaron un mayor dinamismo, se detuvo la desaceleración en el ritmo de actividad de la primera mitad del año. Entre las segundas continuó el tono recesivo en el área del euro y su entorno más cercano, y persistió el bajo crecimiento en el resto de países desarrollados, si bien Estados Unidos mostró una evolución relativamente más favorable. Los precios de las materias primas mantuvieron un comportamiento estable y las tasas de inflación permanecieron en niveles moderados, lo que dio lugar a nuevas actuaciones de política monetaria de carácter expansivo. La tensión en los mercados financieros internacionales continuó reduciéndose en los meses finales del ejercicio, al hilo de la mejoría en la situación financiera en la zona del euro y, en el período más reciente, de la reducción de la incertidumbre en torno al denominado «precipicio fiscal» en Estados Unidos.

En Europa, a lo largo del trimestre se tomaron decisiones importantes que contribuyeron a despejar la incertidumbre en torno al proyecto del euro. Se avanzó en la resolución de las dificultades financieras griegas, aprobándose el desembolso conjunto de los dos primeros tramos de ayuda financiera previstos en el segundo programa de asistencia. Se adoptaron pasos muy importantes en el avance hacia una unión bancaria europea. Concretamente, el Consejo Europeo de los días 13 y 14 de diciembre alcanzó un consenso en torno a las bases para el establecimiento de un Mecanismo Único de Supervisión (véase recuadro 2). Asimismo, las autoridades europeas valoraron positivamente el cumplimiento de los distintos programas de asistencia en vigor. Todas estas decisiones tuvieron un efecto positivo sobre los mercados financieros europeos, consolidando el alivio

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

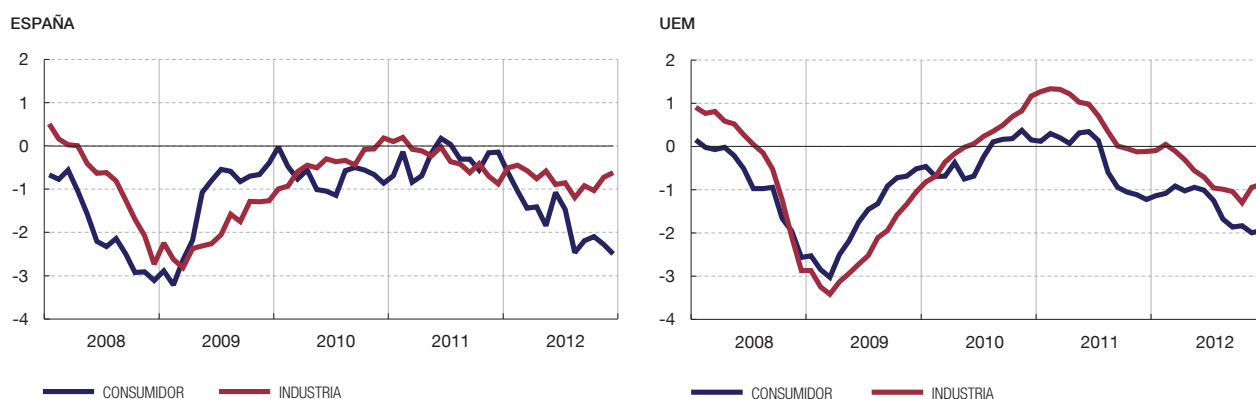
a Series ajustadas de estacionalidad.

que se había empezado a producir en septiembre y octubre, tras el anuncio del BCE de la puesta en marcha del Programa de Operaciones Monetarias de Compraventa, registrándose en los últimos meses una reducción de los diferenciales soberanos, una mejora en las condiciones de financiación de los mercados de capitales y una recuperación en los mercados bursátiles.

Pese a la atenuación de las tensiones, la información económica más reciente apunta a un nuevo retroceso de la actividad en la zona del euro en el cuarto trimestre de 2012, prolongando la recesión que empezó a perfilarse a finales de 2011. La inflación se desaceleró en el tramo final del año, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,2 % en diciembre, todavía condicionada por sus componentes más volátiles, para los que se prevé un comportamiento más moderado en los próximos trimestres, por lo que el IAPC debería situarse por debajo del 2 % en los próximos meses. La ausencia de riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo, en un contexto de persistencia de la debilidad cíclica, llevó al BCE a mantener los tipos de interés en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0 % y el 1,50 % para los de las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. La orientación expansiva de la política monetaria se completó con el anuncio del BCE en su reunión de diciembre de prorrogar las subastas trimestrales con adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el 9 de julio de 2013.

En España, en el transcurso del último trimestre se siguió avanzando en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema financiero, de acuerdo con los parámetros y el exigente calendario fijados en el Memorando de Entendimiento sobre la condicionalidad de las políticas del sector financiero acordado con nuestros socios europeos. La Comisión Europea dio a conocer a finales de noviembre los planes de ajuste que deberán acometer las entidades con necesidades de ayuda, que supondrán importantes ajustes en la actividad, red comercial, empleo y el tamaño de su balance. Por otra parte, tras la evaluación positiva del grado de cumplimiento de los compromisos del Memorando, se produjo el desembolso de los 36.968 millones de euros acordados por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Finalmente, la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria —conocida como SAREB— comenzó su actividad como gestora de los activos cedidos por los bancos nacionalizados.





FUENTE: Comisión Europea.

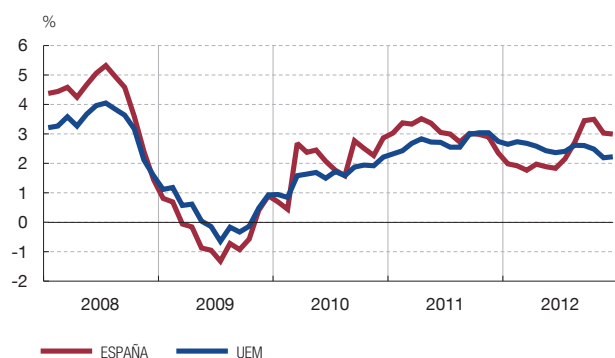
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

Los mercados financieros españoles participaron de la reducción de las tensiones registradas en el área del euro, lo que se reflejó en una disminución de la rentabilidad de la deuda pública española y de sus diferenciales con respecto a la referencia alemana, así como de las primas de riesgo privado, al tiempo que las cotizaciones bursátiles aumentaron y su volatilidad se redujo. De este modo, en la fecha de cierre de este informe, el tipo de interés del bono español a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana se situaban, respectivamente, en el 5,1 % y 350 puntos básicos (pb). En los mercados bursátiles, el IBEX 35 se recuperó en el último trimestre de 2012 (un 6 %), cerrando el año con una pérdida acumulada del 5,3 %. La tendencia alcista se ha prolongado en los días transcurridos de enero. Por último, en el mercado inmobiliario, la información más reciente apunta a una prolongación de la pauta descendente del precio de la vivienda en los últimos meses del pasado año.

En conjunto, la relajación de las tensiones financieras en los últimos meses se ha traducido en una mejora de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas, en un aumento de la inversión de los no residentes en la economía española y en un descenso de la dependencia de las instituciones monetarias y financieras de la financiación del Eurosistema. No obstante, los tipos de interés bancarios se mantienen en niveles elevados y las condiciones de financiación bancaria de los hogares y las sociedades siguen siendo estrictas, con lo que el sector privado continua sometido a una presión financiera significativa.

Esta situación siguió pesando en las decisiones de gasto de los hogares, que previsiblemente experimentaron caídas adicionales en la renta disponible y en el valor de su riqueza en los meses finales del año pasado, en un contexto marcado por unas perspectivas desfavorables sobre el mercado laboral y por la persistencia de un clima de incertidumbre. En estas condiciones, el consumo de las familias mostró registros negativos a lo largo de todo el ejercicio, aunque de mayor intensidad en los meses finales, debido al impacto de las medidas de consolidación fiscal sobre la renta de las familias y la tasa de inflación. No obstante parte de estos efectos tiene naturaleza temporal, como es el caso del impacto negativo asociado al adelanto al tercer trimestre de algunas compras (de consumo duradero, fundamentalmente). Este descenso tuvo lugar a pesar de la puesta en marcha del Plan PIVE (Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente), cuyo impacto podría haberse retrasado a los meses iniciales de este año. Para el conjunto de 2012, se estima que el consumo se redujo en una tasa próxima al 2 %. El ahorro permitió, un año más, suavizar la pauta de

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas de variación interanual.

b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

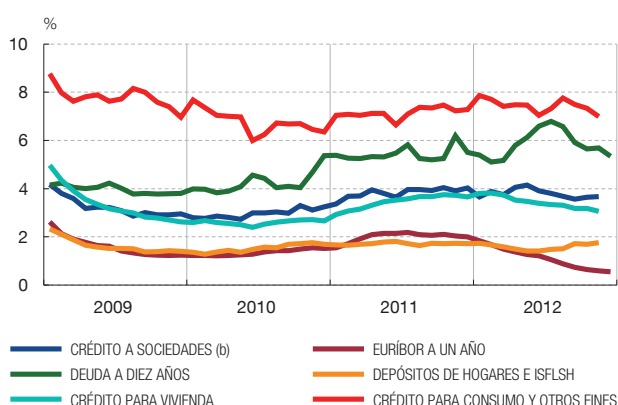
consumo del sector, como ha venido ocurriendo desde 2009, observándose una reducción de la tasa de ahorro hasta el 8,8 % de la renta disponible en el tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres), 2,2 pp por debajo de su nivel en 2011.

La inversión residencial siguió disminuyendo en los últimos meses del ejercicio, con lo que el sector inmobiliario habría culminado su quinto año de ajuste, con un descenso superior al 7 % en 2012. Los cambios regulatorios introducidos en 2012, que entrarán en vigor este año —creación de la SAREB, elevación del IVA desde el 4 % al 10 % en enero de 2013, eliminación de la deducción fiscal a la adquisición de la primera vivienda y previsible entrada en vigor de la reforma de la Ley de Arrendamientos—, introducen alguna incertidumbre sobre el desarrollo del mercado inmobiliario en los próximos trimestres, si bien las condiciones que prevalecen por el lado de la demanda y la persistencia de un elevado saldo de viviendas sin vender sugieren que el ajuste podría continuar en 2013. En este entorno contractivo del gasto y de condiciones financieras estrictas, la financiación de los hogares se redujo en los meses finales del año a un ritmo similar al del trimestre previo (–3,6 % en tasa interanual hasta noviembre).

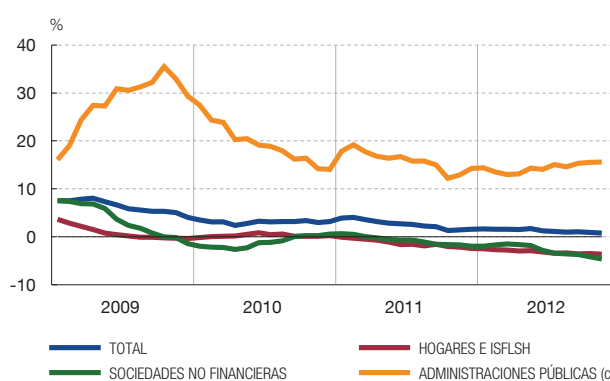
La inversión empresarial se vio igualmente afectada por el entorno financiero descrito y por unas perspectivas de demanda interna y externa poco favorables. De este modo, tanto la inversión en equipo como la realizada en otras construcciones disminuyeron en el tramo final de 2012, con lo que se estima que el año cerró con sendos descensos del 5 % y del 15 %, respectivamente. La caída de la deuda de las sociedades se intensificó en los meses finales del año, hasta alcanzar una tasa del –4,6 % en noviembre (–3,7 % en septiembre).

Por su parte, la información disponible para el conjunto de las AAPP, que cubre hasta el tercer trimestre, arrojó una necesidad de financiación de 65 mm (un 6,2 % del PIB anual), cerca de medio punto porcentual del PIB más elevado que el registrado en el mismo período del año anterior, aunque debe tenerse en cuenta que la cifra de 2012 incluye el impacto derivado de determinadas ayudas a instituciones financieras que aumentaron el gasto público, a través de la partida de transferencias de capital, en una cuantía de un 1 % del PIB. La acusada debilidad de los ingresos hasta septiembre —con un retroceso del 1,7 %— explicaría el difícil avance en la corrección del déficit en este período, pues el gasto, con una caída superior al 3 % (si se excluye el impacto de las ayudas a las instituciones financieras), se ajustó mejor a lo presupuestado.

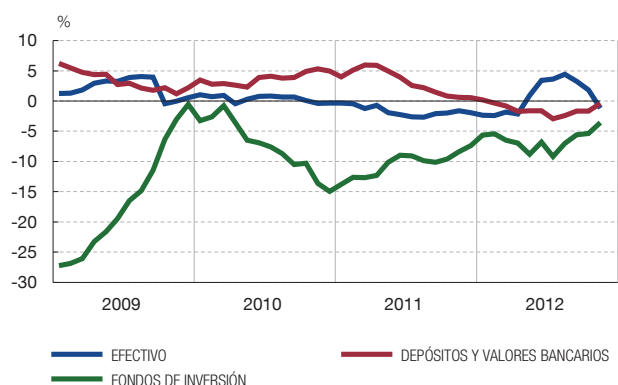
TIPOS DE INTERÉS (a)



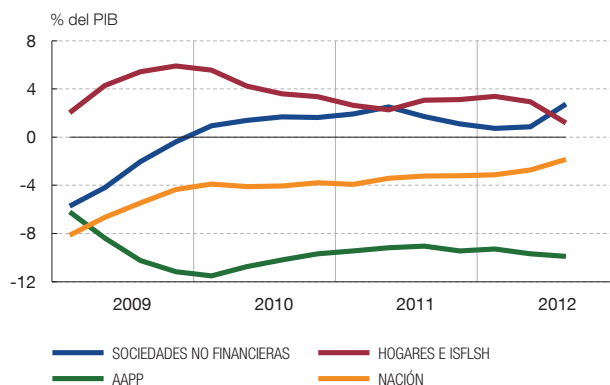
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



ACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH (Crecimiento interanual)



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- b Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d Datos acumulados de cuatro trimestres.

En este contexto, y con el propósito de alcanzar el objetivo de déficit público del 6,3 % del PIB a final de año (objetivo que no incluye el impacto sobre el déficit de las ayudas a las instituciones financieras), las Administraciones Públicas intensificaron el esfuerzo de consolidación fiscal en los últimos meses del ejercicio, período en el que se concentró una parte significativa del impacto de las medidas de incremento de la recaudación y de ajuste del gasto aprobadas durante el año. Entre ellas, cabe destacar los incrementos del IVA a partir del 1 de septiembre (con subidas del tipo normal y reducido hasta el 21 % y el 10 %, respectivamente), el cambio de tributación del impuesto de sociedades, la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos y, por último, la suspensión del ajuste de las pensiones por la desviación de la inflación. Como resultado, la información más actualizada, referida a la ejecución presupuestaria de los distintos subsectores en octubre y noviembre, apunta a una reducción muy significativa de la desviación de la recaudación impositiva en estos meses (debido a la aceleración de los ingresos



por IVA y sociedades, fundamentalmente) y a una mejoría adicional en el grado de aproximación del gasto al objetivo programado tras recogerse el impacto de la eliminación de la paga de diciembre a los empleados públicos y la decisión de no actualizar las pensiones con la desviación de la inflación. Este esfuerzo de consolidación presupuestaria ha tenido un efecto netamente contractivo sobre la actividad a lo largo del año, alcanzando particular intensidad en los meses finales, por las razones apuntadas. Para 2013, los compromisos europeos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento marcan un objetivo de déficit del 4,5 % del PIB para el conjunto de las AAPP, cuya consecución requerirá acometer un esfuerzo fiscal adicional muy ambicioso tanto por parte de la Administración Central como de las CCAA. En este sentido, tras la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social, las CCAA ha presentado sus presupuestos para 2013, que incluyen nuevos incrementos de ingresos y recortes del gasto, tanto corrientes como de capital.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, en los meses finales de 2012 la demanda exterior neta compensó parcialmente el efecto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, si bien, frente a lo ocurrido en los trimestres precedentes, en los que la contribución de las exportaciones y las importaciones fue más equilibrada, el factor dominante fue el descenso de las importaciones, en un contexto de marcada desaceleración de las exportaciones en los meses finales del ejercicio. El sector exterior contribuyó así a amortiguar un año más el impacto de la contracción de la demanda interna sobre la producción. Detrás de esta evolución se encuentra la propia debilidad cíclica, que reduce las importaciones, pero también las ganancias de competitividad que se han ido generando en los tres últimos años, que están favoreciendo una penetración creciente de las exportaciones españolas en nuevos mercados, lo que constituye un requisito para seguir reduciendo su menor dependencia de la situación cíclica en Europa (véase recuadro 5), así como la obtención de resultados muy positivos en el comercio exterior de servicios, singularmente en el ámbito de los servicios no turísticos.

En este contexto, el ajuste del desequilibrio exterior se intensificó en 2012, con un descenso de las necesidades de financiación de la economía española hasta el tercer trimestre del 52,1 % con respecto al año anterior (hasta 13,3 mm, un 1,7 % del PIB). De hecho, en el tercer trimestre obtuvo capacidad neta de financiación frente al resto del mundo, por primera vez desde que se dispone de información. Desde la óptica de los sectores institucionales, esta mejora en las necesidades de financiación fue el resultado del saneamiento de los balances de las sociedades, que incrementaron su capacidad de financiación, dado que los hogares prolongaron un año más la trayectoria de disminución en su capacidad de financiación iniciada en 2010 y el sector de las AAPP mantuvo unas necesidades de financiación del déficit todavía elevadas.

La contracción del gasto tuvo su reflejo en la oferta, donde se estima que todas las ramas productivas experimentaron un deterioro adicional de su producción en el último trimestre. En el caso de algunas de ellas, como la industria y los servicios de mercado, este desarrollo podría haberse visto influido por la reversión del efecto positivo que sobre la actividad del tercer trimestre tuvo la anticipación de compras ante la esperada subida de tipos de IVA en septiembre. En el conjunto del año, todas las ramas productivas habrían tenido un desempeño más desfavorable que el del año anterior, destacando, por su mayor intensidad, el retroceso en la actividad del sector de la construcción, condicionada por la continuación del ajuste en el segmento residencial y por la caída de la obra civil, sobre la que incidieron los planes de austeridad presupuestaria. En estas circunstancias, el empleo se contrajo a un ritmo superior al del año precedente; en parte, por el retroceso del empleo

público en respuesta a la aplicación de los planes de reequilibrio financiero de las CCAA, sumándose así al ajuste del empleo iniciado previamente por la Administración Central. En la economía de mercado, aunque la caída de la ocupación alcanzó igualmente gran intensidad, el deterioro fue moderándose a lo largo del año, tras los acusados descensos de finales de 2011 y principios de 2012. Como en años previos, el descenso del empleo se concentró en los trabajadores con contrato temporal y se mantuvo el mejor comportamiento relativo de los empleos a tiempo parcial.

Tras el repunte de 2011, los costes laborales mostraron una acusada desaceleración en 2012, estimándose un descenso del 0,6 % para la remuneración por asalariado, consecuencia de la reducción de los salarios públicos, y de un aumento muy moderado de los correspondientes a la economía de mercado (0,5 %), donde se habría producido incluso un leve retroceso en el último trimestre del año. Esta evolución refleja el menor aumento de las tarifas de convenio (1,3 %, frente al 2,5 % de 2011), un impacto también inferior de la cláusula de salvaguarda por la inflación y una deriva salarial negativa de magnitud significativa que presionó a la baja los costes laborales. En conjunto, esta moderación salarial estaría reflejando el efecto de las últimas reformas del mercado de trabajo, que, junto con los acuerdos salariales firmados por los agentes sociales, habrían modificado de manera significativa la dinámica de la negociación colectiva. La evolución de los costes laborales permitió, por último, un nuevo ajuste a la baja, por tercer año consecutivo, de los costes laborales por unidad de producto en 2012 (del -2,8 % en la economía de mercado, superior al observado en los dos años precedentes). La consolidación de esta trayectoria en los próximos trimestres es crucial para que los efectos de la reforma del mercado de trabajo empiecen a generar efectos expansivos sobre el empleo, objetivo último de aquella. En este sentido, resulta de vital importancia que el repunte de los últimos meses de la inflación, de naturaleza eminentemente temporal asociada a los aumentos impositivos, no se incorpore a la negociación colectiva. Por otro lado, la devaluación competitiva que necesita la economía española en las presentes circunstancias requiere, asimismo, una contención de intensidad similar en los precios y márgenes para alcanzar los resultados deseados en materia de creación de empleo. Con este objetivo, profundizar en las reformas liberalizadoras de los mercados de productos y servicios resulta prioritario.

## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

El último trimestre se caracterizó por el buen comportamiento de los mercados financieros internacionales, aunque no haya habido cambios sustanciales en la evolución y perspectivas económicas. Las razones para el favorable sentimiento de los mercados hay que buscarlas, por un lado, en la mitigación de riesgos considerados como extremos, principalmente los asociados a la crisis soberana europea y a la superación —si bien transitoria y parcial— del precipicio fiscal en Estados Unidos, a final de 2012; y, por otro lado, en las acciones y perspectivas de política monetaria, que mantienen ancladas las expectativas de tipos de interés en niveles reducidos. Los indicadores económicos más recientes apuntan hacia una estabilización del crecimiento a escala global en tasas reducidas, aunque son reseñables las divergencias existentes entre regiones. Así, se aprecia un crecimiento elevado en Asia emergente y algo más moderado en América Latina, junto con un avance relativamente estable en Estados Unidos, que contrasta con la pérdida de pulso de la actividad en Reino Unido, Europa continental y Japón. En este entorno, y con la inflación contenida, se ha producido un nuevo giro expansivo de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas, manteniéndose abierto el debate sobre una posible profundización de ese tono expansivo con nuevas actuaciones no convencionales e incluso cambios de estrategia (véase recuadro 1).

El tono positivo que venían mostrando los mercados financieros internacionales desde mediados de año se acentuó a lo largo del último trimestre, en un entorno de mayor apetito por el riesgo, que se reflejó en aumentos de los índices bursátiles, retrocesos de las primas de riesgo crediticio, así como en el fuerte incremento de las emisiones de deuda en segmentos de mayor riesgo. Este comportamiento favorable se observó, igualmente, en los mercados emergentes, que registraron fuertes subidas de las bolsas, descensos de los indicadores de riesgo de crédito y mayores entradas de capitales, especialmente en el mes de diciembre, en el que alcanzaron el mayor nivel desde octubre de 2010. Esta evolución contrasta con la revisión a la baja en las expectativas de beneficios empresariales en las economías desarrolladas, en un contexto de perspectivas moderadas de crecimiento económico. Por su parte, los precios de las materias primas se han mantenido relativamente estables a lo largo del trimestre, aunque con cierta corrección a la baja del precio de los alimentos y al alza el de los de algunos metales industriales. El precio del petróleo Brent ha oscilado alrededor de los 110 dólares por barril durante el trimestre.

En Estados Unidos, el PIB presentó una notable aceleración en el tercer trimestre, al registrar una tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del 3,1 %, tras el 1,3 % registrado en el segundo. Este mayor crecimiento fue consecuencia de la contribución de las existencias y del gasto público federal (en la partida de defensa, lo que revela un carácter transitorio). De acuerdo con los indicadores de mayor frecuencia, la actividad se habría desacelerado en el cuarto trimestre del año, al desaparecer esos dos efectos y al pasar a ser negativa la contribución del sector exterior; por el contrario, la inversión residencial se mantiene como el componente más dinámico del PIB. Los indicadores de confianza empresarial señalan una recuperación paulatina, al contrario que los relacionados con el sentimiento del consumidor, pese a la ligera mejora en el comportamiento de la renta personal, mientras que el comportamiento de otros indicadores, como la producción industrial o las ventas al por menor, se ha visto afectado por el huracán que azotó la parte nordeste del país al final de octubre. El mercado de trabajo

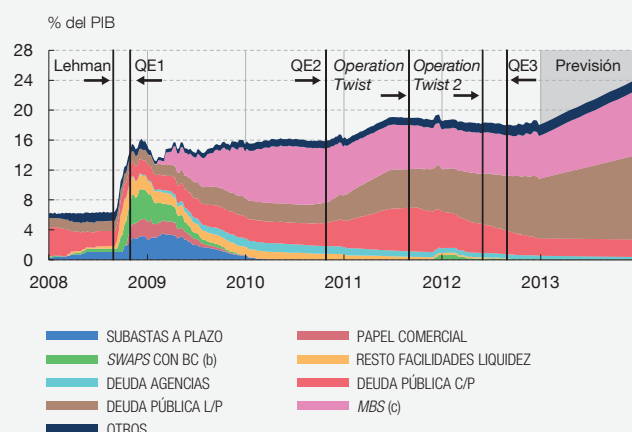
Durante los últimos meses, algunos bancos centrales de las principales economías avanzadas han adoptado nuevas medidas de política monetaria, tanto de diseño como de instrumentación, que han venido a profundizar la orientación expansiva y no convencional adoptada tras la crisis, con el objetivo de estimular el crecimiento económico. En este recuadro se resumen las decisiones más importantes adoptadas recientemente por esos bancos centrales, así como otras posibles novedades futuras que se están debatiendo actualmente, y se esbozan las implicaciones y los riesgos potenciales de esas medidas.

En Estados Unidos, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió en su reunión de diciembre que, una vez concluyera la *operación twist* a finales de 2012, seguiría comprando bonos del Tesoro a un ritmo mensual sostenido (45 mm de dólares mensuales), pero sin una venta simultánea de títulos públicos de más corto plazo. También decidió prolongar las compras de MBS de agencias, por una cuantía de 40 mm de dólares mensuales, que habían comenzado tras la reunión del FOMC de septiembre, con el objetivo de favorecer la actividad real a través del mercado inmobiliario. Además, los vencimientos de MBS de las agencias y de deuda de las agencias se reinvierten en MBS de las agencias y los bonos del Tesoro también se están renovando. Estas medidas, que no tienen un plazo definido de terminación, darían lugar a una nueva ampliación del balance de la Reserva Federal, en un 35 % en el conjunto de 2013, si se mantuviera el ritmo de compras mensuales durante todo el

año (véase gráfico 1). Lo novedoso de esta nueva fase de compras (conocida como QE3) es que su cuantía total no está determinada *a priori*, sino que será condicional a la evolución del mercado de trabajo, aunque esta referencia no es cuantitativa sino dependiente del juicio cualitativo del FOMC.

Adicionalmente, en esa misma reunión el FOMC decidió cambiar su política de comunicación sobre el otro instrumento esencial de su política monetaria —el tipo de interés oficial—, al ligar su mantenimiento en el reducido nivel actual (0 %-0,25 %) a una referencia basada en datos de empleo e inflación (las dos variables de su mandato dual), en lugar de utilizar una referencia temporal (no moverlo hasta mediados de 2015). En concreto, el FOMC mantendrá el tipo de interés de los fondos federales en su nivel actual siempre que la tasa de paro se sitúe por encima del 6,5 % (en el último dato conocido, correspondiente a diciembre, se situó en el 7,8 %), la previsión de inflación dentro de 1-2 años no supere en medio punto el objetivo del FOMC del 2 % y las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan ancladas. Además, el Comité advierte de que, a la hora de adoptar decisiones sobre el tipo de interés oficial, alcanzar los valores de referencia no supone una decisión automática, sino que también considerará otra información, como, por ejemplo, otros indicadores del mercado de trabajo (evolución del empleo, tasas de participación, horas trabajadas, etc.). Esta decisión persigue dotar de mayor credibilidad al compromiso de la Reserva Federal de consolidar la recuperación económica, ya que dejaría el tipo de interés oficial en niveles reduci-

1 ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL (a)



2 TIPO DE INTERÉS OFICIAL Y REGLA DE TAYLOR (d)



FUENTES: Bloomberg, Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office, Consenso, Datastream, Fondo Monetario Internacional y Reserva Federal.

a Las previsiones de PIB nominal para los años 2012 y 2013 se han obtenido del WEO de octubre de 2012.

b Swaps con bancos centrales.

c Titulizaciones hipotecarias (MBS).

d El tipo de interés oficial determinado por la regla de Taylor viene definido por la siguiente fórmula:  $i_t = r_t^* + \pi_t + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - y_t^*)$ ; donde:  $r_t^*$ , tipo de interés real de equilibrio;  $\pi_t^*$ , objetivo de inflación de la Reserva Federal;  $\pi_t$ , inflación medida de acuerdo con el deflactor del consumo personal;  $y_t$ , PIB en términos reales;  $y_t^*$ , PIB potencial de acuerdo con los cálculos de la *Congressional Budget Office* (la brecha de producción se calcula como porcentaje del producto potencial). Los valores utilizados para la ecuación son los siguientes:  $r_t^* = 2\%$ ;  $\pi_t^* = 2\%$ ;  $a_\pi = 0,5$ ;  $a_y = 0,5$ . Para  $\pi_t$  e  $y_t$  se utiliza el promedio del intervalo de las previsiones del FOMC de la Reserva Federal (diciembre de 2012). La previsión del tipo de interés de los fondos federales es la mediana de las previsiones del FOMC, diciembre de 2012.

dos incluso cuando la economía haya iniciado una expansión sostenida. Como se aprecia en el gráfico 2, la previsión del FOMC situaría los tipos de interés oficiales por debajo de lo que indicaría la aplicación de una regla de Taylor estándar.

La Reserva Federal no es el único banco central que ha seguido ampliando su batería de instrumentos no convencionales en una situación de tipos de interés próximos a cero. Así, el Banco de Inglaterra, por su parte, aprobó en el mes de julio, junto con el Tesoro británico, el *Funding for Lending Scheme* (FLS, por sus siglas en inglés), una facilidad de fomento del crédito al sector privado, con un esquema de incentivos vía coste de la financiación que depende de la evolución de la cartera de préstamos y que viene instrumentado mediante *swaps* de colateral por letras del Tesoro. El Banco de Japón, por su parte, además de incrementar el tamaño de su programa de compra de activos en las reuniones de política monetaria de los meses de septiembre, octubre y diciembre, aprobó en octubre la creación de la *Facilidad de Estímulo al Préstamo Bancario*, que, como en el caso de la FLS, tiene por objeto promover el crédito destinado al sector privado no financiero mediante la financiación por parte del banco central a las entidades de crédito que lo soliciten a través de préstamos colateralizados a largo plazo, a bajos tipos de interés, y por una cuantía, en principio, ilimitada (equivalente al incremento neto de la financiación al sector privado no financiero de esas entidades). Ambos mecanismos implican acciones específicas en el mercado de crédito, a diferencia de otras medidas no convencionales, cuyo impacto sobre el crédito es más indirecto.

Adicionalmente, existe un cierto debate sobre la posibilidad de que algunos bancos centrales puedan adoptar otras medidas para aumentar la orientación expansiva de la política monetaria<sup>1</sup>. Así, el banco central de Japón podría elevar el objetivo de inflación en alguna de sus próximas reuniones, tal y como le ha solicitado el Gobierno, y podría utilizar el tipo de cambio como un instrumento adicional para alcanzar el nuevo objetivo. Una novedad mucho más sustancial vendría dada por el cambio de objetivo de política monetaria, de la tasa de inflación al nivel del PIB nominal. Este debate se ha reactivado a raíz de las referencias realizadas

por el próximo gobernador del Banco de Inglaterra<sup>2</sup>. El argumento que subyace a este tipo de objetivos de política monetaria es que las expectativas de inflación actúan como un estabilizador automático más efectivo, a través de sus efectos sobre los tipos de interés reales. No obstante, la discusión académica apunta a que las ganancias asociadas a este tipo de esquemas serían modestas y deben ser valoradas en relación con los costes potenciales (implementación, comunicación, posible desanclaje de las expectativas de inflación, dificultades de comunicación asociadas a las revisiones de los datos del PIB nominal y notable incertidumbre sobre el crecimiento potencial de las economías desarrolladas tras la crisis financiera).

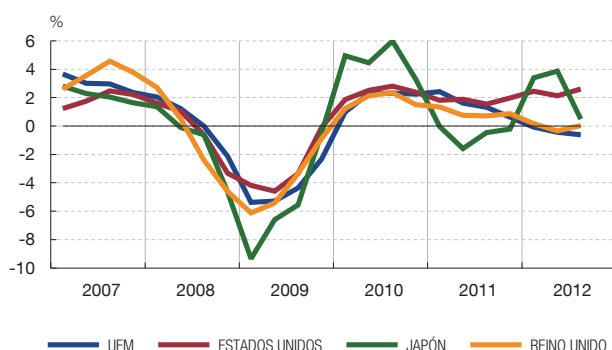
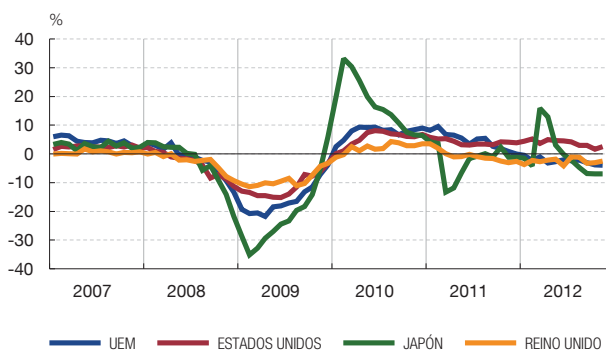
La valoración de las medidas introducidas durante la crisis no permite ofrecer aún conclusiones sólidas sobre sus costes y beneficios. La efectividad para estabilizar los mercados financieros e incentivar el apetito por el riesgo de las medidas de expansión cuantitativa (compras de activos que alteran el tamaño o la composición del balance) parece probada a la luz de la evolución de los últimos años. No obstante, existen dudas sobre los efectos marginales de las medidas más recientes sobre la actividad; además, las medidas no convencionales y el tono ultraexpansivo de la política monetaria podrían tener efectos negativos a largo plazo, entre los que se suelen citar: ser el posible germen de presiones inflacionistas, aunque aún no se han materializado; reducción de los incentivos de las entidades a sanear los balances; compresión considerable de los márgenes de intermediación de los bancos; distorsiones en el comportamiento de los mercados financieros; incentivos a la adopción excesiva de riesgos; efectos negativos sobre las economías emergentes derivados de la alta provisión de liquidez; y erosión de la independencia de los bancos centrales en un entorno de elevada deuda pública, por la naturaleza cuasifiscal de algunas operaciones.

Desde una perspectiva más amplia, cabe preguntarse si estamos asistiendo a un cambio en el paradigma de la política monetaria (cambio de objetivos o de prelación de objetivos y/o adopción explícita de nuevos esquemas de política monetaria) o, más bien, viviendo un paréntesis en el que son de aplicación medidas extraordinarias ante la severidad de la crisis. En cualquier caso, no hay que olvidar que los bancos centrales no pueden influir sobre la evolución de las variables reales de una manera predecible y continua, y que la política monetaria no es la herramienta idónea para atacar debilidades económicas con causas reales como los elevados niveles de deuda, una asignación no óptima de los recursos, rigideces en el mercado de trabajo, etc.

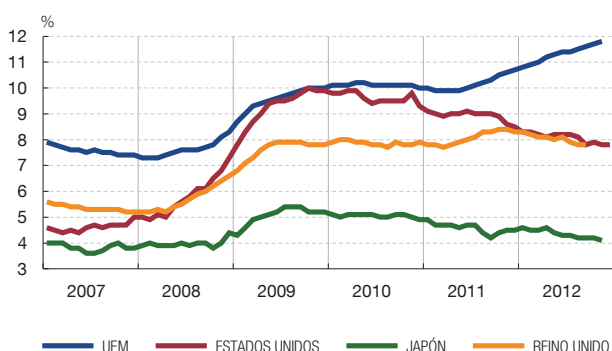
1 Este debate sobre los posibles cambios de la política monetaria vino precedido, en los años inmediatamente posteriores a la crisis, de otro centrado en el papel que debe desempeñar la estabilidad financiera en el diseño de la política monetaria. Tras la crisis, resultó evidente la interdependencia de los objetivos de estabilidad macroeconómica y estabilidad financiera (que en muchas ocasiones pueden entrar en conflicto) y se fraguó un cierto consenso sobre la necesidad de que la política monetaria tenga en cuenta los desarrollos en el ámbito de la política macroprudencial, y viceversa. No obstante, una cuestión clave en el debate actual es el marco institucional en el que debe desenvolverse la política macroprudencial, y en particular en qué medida los bancos centrales deben tener una mayor involucración en ella.

2 Véanse los discursos de Mark Carney: «A monetary policy framework for all seasons» (<http://www.bankofcanada.ca/2012/02/speeches/monetary-policy-framework-all-seasons/>) y «Guidance» (<http://www.bankofcanada.ca/2012/12/speeches/guidance/>).

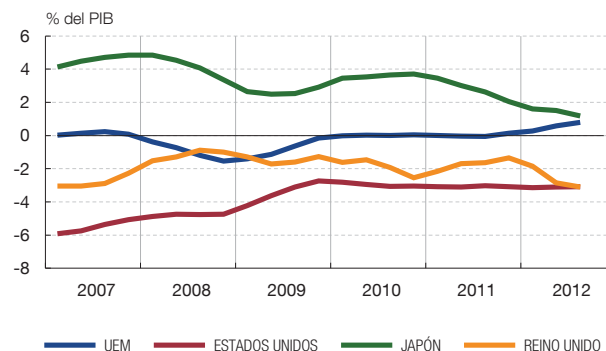


PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanualPRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual

TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

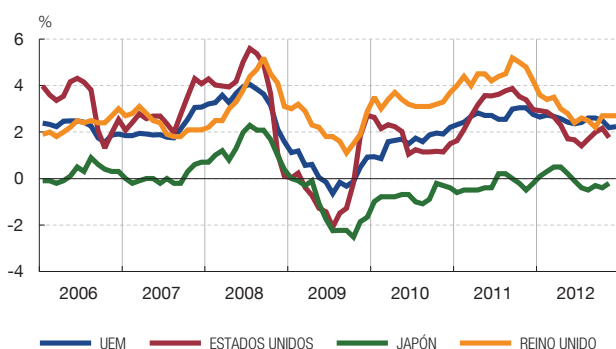
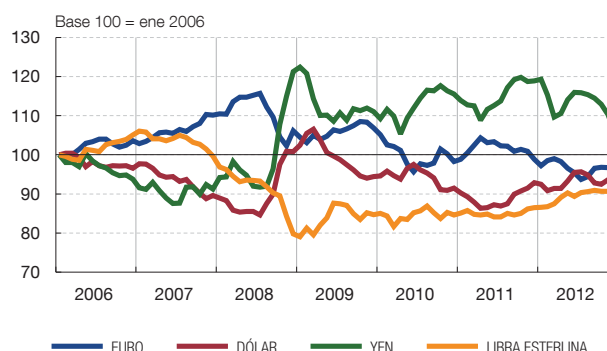


FUENTES: Datastream y Banco de España.

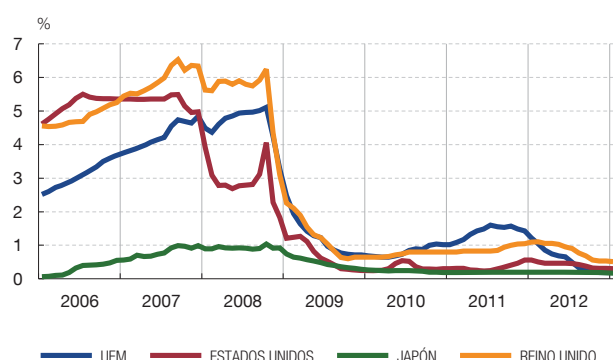
a Porcentaje de la población activa.

presentó pocas novedades, con la creación de empleo muy cercana a la media de los años 2011 y 2012 (en torno a 153.000 empleos mensuales) y la tasa de paro de diciembre en el mismo nivel que en septiembre (7,8 %). En cuanto a los precios, la inflación se redujo tres décimas durante el trimestre, hasta el 1,7 %, mientras que la inflación subyacente disminuyó una décima, hasta el 1,9 %. La Reserva Federal adoptó en diciembre nuevas medidas que suponen una ampliación de su balance y modificó la referencia que utilizaba para guiar las expectativas sobre movimientos futuros del tipo de interés oficial (véase recuadro 1). En el terreno fiscal, se aprobó una ley (*American Taxpayer Relief Act*) que reduce la cuantía del impulso fiscal negativo previsto para el año natural 2013 (conocido como «precipicio fiscal»). Entre las principales medidas, destacan la expiración de la rebaja temporal en las cotizaciones sociales a cargo del empleado, el aumento impositivo para las rentas más altas y el aplazamiento hasta marzo de la entrada en funcionamiento de los recortes automáticos de gasto (conocidos como *sequester*). A la negociación pendiente sobre estos recortes de gasto se une la necesidad de llegar a un acuerdo sobre la ampliación del techo de la deuda pública federal, que se alcanzó a finales de diciembre y que, una vez se agoten las medidas extraordinarias adoptadas por el Tesoro, llevaría a una interrupción de los pagos realizados por el Gobierno federal dentro de pocas semanas.

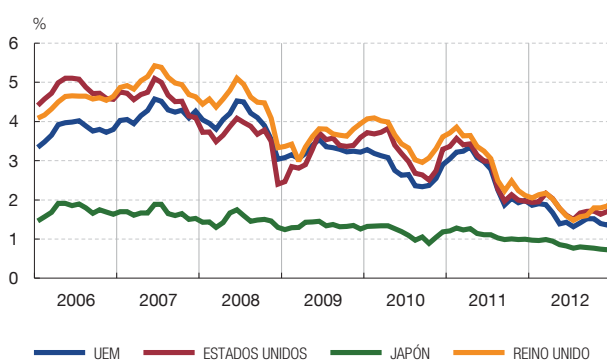
En Japón, el PIB se desaceleró hasta el -0,9 % intertrimestral (+0,5 % interanual) en el tercer trimestre, debido a las aportaciones negativas tanto de la demanda externa como

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual

 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS


TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)

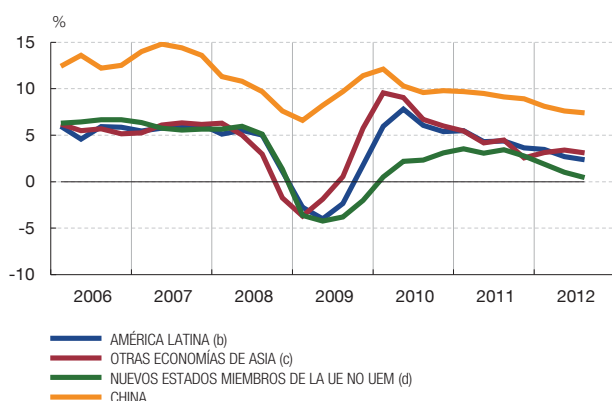


FUENTES: Datastream y Banco de España.

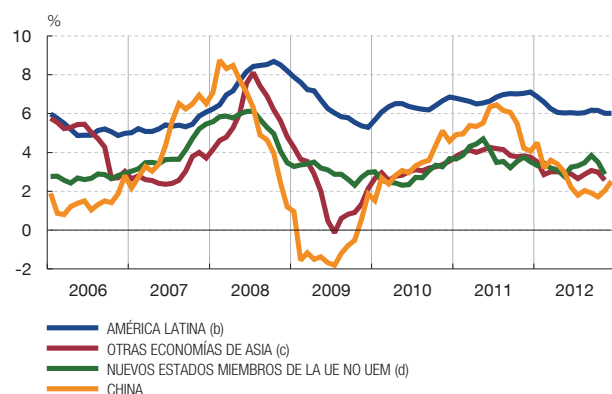
- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

de la interna. Los indicadores del cuarto trimestre muestran una contracción de la actividad manufacturera, si bien reflejan una mejora de las expectativas de las grandes empresas del sector. En el ámbito externo, la balanza por cuenta corriente redujo en noviembre su superávit, como consecuencia del abultado déficit de la balanza comercial, así como del menor superávit de la de rentas. Por su parte, en noviembre la tasa de paro disminuyó hasta el 4,1 % y se moderó la contracción del IPC (-0,2 % interanual), al igual que la de la tasa subyacente (-0,5 %). El nuevo primer ministro anunció un plan de estímulo fiscal por un importe total de 13,1 billones de yenes (algo más del 2 % del PIB), que irá destinado a tareas de reconstrucción, a la creación de riqueza mediante estímulo al crecimiento, y a medidas sociales y de dinamización regional. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 %, pero introdujo cambios en su programa de compra de activos (ampliando el importe hasta los 101 billones de yenes) y especificó las características de su Facilidad de Estímulo al Préstamo Bancario. La llegada de la nueva administración podría favorecer un giro hacia políticas más expansivas por parte del banco central.

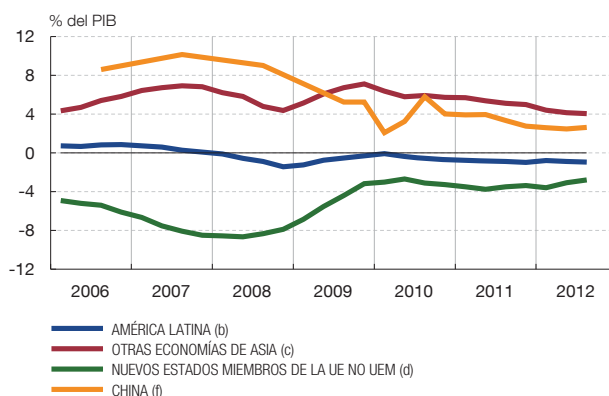
La economía del Reino Unido experimentó un notable impulso en el tercer trimestre, con un crecimiento del PIB del 0,9 % intertrimestral (0,0 % interanual), en el que destacan la aportación positiva del consumo privado y la contribución de la demanda externa (0,5 pp). No obstante, estas cifras reflejan en buena medida factores transitorios, como

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual

DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, FMI y JP Morgan.

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.
- f Datos anuales hasta 2009.

la celebración de los Juegos Olímpicos. Así lo corroboran los indicadores del cuarto trimestre, que vuelven a apuntar síntomas de debilidad en la actividad. La producción industrial cayó en octubre y noviembre, aunque el índice PMI ha experimentado una cierta mejoría al cierre del trimestre. Los indicadores de opinión del sector servicios y la construcción registraron deterioros en noviembre y diciembre. Asimismo, las ventas minoristas empeoraron y el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios se incrementó en los meses de octubre y noviembre. Sin embargo, la creación de empleo siguió aumentando, focalizada en la contratación a tiempo parcial, y la tasa de paro se redujo ligeramente hasta el 7,8% al inicio del cuarto trimestre. La inflación repuntó cinco décimas en octubre, debido, en gran parte, a la subida de tarifas universitarias, manteniéndose estable en noviembre y diciembre. En el último trimestre de 2012, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial (0,5%) y el saldo previsto de su programa de compra de activos (375 mm de libras). Por otra parte, a pesar del impacto todavía limitado del programa *Funding for Lending Scheme*, se ha apreciado una cierta reducción de los diferenciales de tipos aplicados a hogares y empresas, y la encuesta de condiciones

de crédito apunta hacia una mayor disponibilidad de crédito por parte de las entidades bancarias.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB se desaceleró hasta el 0,8 % interanual en el tercer trimestre de 2012 —0,1 % intertrimestral—, desde el 1,1 % del trimestre anterior. La desaceleración fue generalizada, salvo en las economías bálticas, con caídas de la actividad en Hungría, República Checa y Rumanía. Los datos más recientes de producción industrial y ventas minoristas apuntan a que la atonía de la actividad persiste en el cuarto trimestre, afectada por el deterioro de la demanda externa, el proceso de consolidación fiscal y la debilidad del crédito al sector privado. La inflación se moderó, de manera generalizada, hasta el 3 % en diciembre, favorecida por los menores precios de las materias primas. En este contexto, los principales bancos centrales —salvo en Rumanía— continuaron con el ciclo de bajadas de tipos, con una reducción de 20 pb en la República Checa, hasta el 0,05 %; de 75 pb en Polonia, hasta el 4 %, y de 50 pb en Hungría, hasta el 5,75 %. En el plano fiscal, el parlamento checo aprobó medidas restrictivas para reducir el déficit por debajo del 3 % del PIB en 2013. Finalmente, Standard & Poor's redujo el *rating* soberano de largo plazo de Hungría hasta BB, mientras que Fitch mejoró el de Letonia hasta BBB.

En China, el PIB del cuarto trimestre aumentó un 7,9 % interanual, tras el 7,4 % del tercero. Desde octubre se ha apreciado una mejora tanto en la confianza empresarial y la producción industrial como en las ventas al por menor, mientras que la inversión en activos fijos se ha moderado algo, aunque mantiene tasas de crecimiento muy elevadas. Sin embargo, el sector exterior sigue suponiendo una importante debilidad, pues a pesar del repunte de las exportaciones en diciembre, su evolución en el trimestre ha sido muy volátil. Por su parte, la inflación ha pasado del 1,9 % interanual en septiembre hasta el 2,5 % en diciembre, por el encarecimiento del precio de los alimentos, aunque su tasa subyacente se ha mantenido en el 1,6 % interanual en el mismo período. En este contexto, y dada la estabilización de las reservas, el Banco Popular de China ha intensificado durante el trimestre el uso de las operaciones de mercado abierto para la inyección de liquidez. En el plano político, destacó la nominación de la nueva cúpula dirigente, que tomará posesión en marzo. En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre de 2012 mostró una ligera reducción, si bien los datos de producción industrial y exportaciones apuntan a una cierta mejora en la mayoría de los países, en torno al final del tercer trimestre y comienzos del cuarto. En este último trimestre la inflación se moderó en la mayor parte de la región y las políticas monetarias no registraron variaciones, salvo recortes de 25 pb en los tipos oficiales, en octubre, en Corea del Sur, Tailandia y Filipinas, y de 25 pb en el coeficiente de reservas en la India.

En América Latina, el PIB regional ascendió en el tercer trimestre un 0,6 % en términos trimestrales, dos décimas más que en el segundo, pero la tasa interanual se situó en el 2,4 %, tres décimas por debajo del dato anterior e inferior a lo esperado. De este modo, el punto de inflexión, que se esperaba se hubiera alcanzado en dicho trimestre, no se habría producido aún, como resultado de la negativa evolución de las exportaciones y la desaceleración de la inversión. Los primeros datos correspondientes al cuarto trimestre apuntan al mantenimiento de las tendencias previas, esto es, una suave moderación adicional del ritmo de avance de la actividad en México, ligera aceleración del mismo en Brasil y Argentina, y mantenimiento de tasas elevadas en Chile y Perú. Las cifras preliminares de Venezuela apuntan a un crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de en torno al 5 %. La inflación se mantuvo en diciembre en el 6 %, lo que supone que en todos los

países con objetivos de inflación esta se situó dentro del rango objetivo. No se produjeron cambios en los tipos de interés oficiales, si bien el banco central de Brasil redujo el coeficiente de caja de los depósitos a la vista y el de Perú los elevó, para depósitos tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En Brasil, el Gobierno anunció nuevas medidas de reducción de impuestos y fomento de la inversión. En Argentina se relajaron los controles de capitales, para fomentar el turismo, al tiempo que el desarrollo del contencioso judicial sobre la deuda reestructurada propició una cierta reducción de la probabilidad de impago de la deuda externa. Finalmente, la agencia *Standard and Poor's* elevó el *rating* de Chile a AA-.



En el cuarto trimestre de 2012 y primeras semanas de 2013 se produjo un alivio significativo de las tensiones financieras en la zona del euro. Continúa de este modo el proceso que se había iniciado el pasado mes de agosto cuando el BCE anunció su nuevo programa de compra de bonos en los mercados secundarios, denominado Operaciones Monetarias de Compraventa. Los acuerdos del Consejo Europeo de diciembre del pasado año sobre la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (véase recuadro 2) y los alcanzados en la reunión del Eurogrupo del mismo mes en relación con el programa de asistencia a Grecia parecen haber ayudado a contrarrestar los temores sobre la reversibilidad del proyecto de moneda común que han venido afectando muy negativamente a la capacidad de financiarse en el exterior de las economías más vulnerables. Los avances en el cumplimiento de los programas en Irlanda, Portugal y España favorecieron también la mejora de la situación financiera en el área, que en el período más reciente se ha visto beneficiada además por la reducción de la incertidumbre en torno al denominado «abismo fiscal» en Estados Unidos.

El alivio de las tensiones financieras no ha venido acompañado, sin embargo, de una mejora de las perspectivas económicas. Los indicadores más recientes y las predicciones disponibles sugieren que en el cuarto trimestre de 2012 continuó el retroceso de la actividad, prolongando así la recesión que atraviesa el área desde finales de 2011. La contracción crediticia, que afecta de forma particular a las pequeñas y medianas empresas, es también un motivo de preocupación (véase recuadro 3). Más allá del trimestre, las consecuencias negativas que la crisis de la deuda soberana ha tenido sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes, los efectos contractivos que los procesos de consolidación fiscal en marcha ejercen a corto plazo sobre la demanda doméstica y un contexto internacional más adverso han conducido a organismos internacionales y analistas privados a corregir a la baja sus previsiones de crecimiento para los dos próximos años y a retrasar una vez más las perspectivas de recuperación. Esta, además, se prevé modesta, de modo que el área del euro no recuperaría los niveles de renta previos a 2008 hasta bien entrado 2014. Este escenario continúa marcado por una gran incertidumbre y por riesgos a la baja asociados a posibles rebrotes de inestabilidad financiera, el surgimiento de necesidades adicionales de consolidación fiscal y a un entorno exterior muy complejo.

La inflación de la zona del euro ha seguido muy condicionada por la evolución de sus componentes más volátiles y debería situarse por debajo del 2 % en los próximos meses a medida que los precios de la energía se estabilicen. Más a medio plazo, el entorno de debilidad económica dominante en el conjunto del área no permite anticipar tensiones inflacionistas subyacentes en un contexto en el que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. De esta forma, y dado que los riesgos para dicho objetivo están equilibrados en el horizonte relevante de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE dejó inalterados los tipos de interés en sus reuniones de noviembre, diciembre y enero.

Además de los avances en el diseño de una renovada Unión Económica y Monetaria, la mayoría de los países continúan realizando progresos en el proceso de consolidación de sus cuentas públicas y, más desigualmente, en la introducción de reformas estructurales de sus economías. La entrada en vigor del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza

El Consejo Europeo de 13 y 14 de diciembre de 2012 supuso nuevos avances en la reforma de la gobernanza de la UEM, al consensuar los principios básicos de funcionamiento y el calendario para la implementación del Mecanismo Único de Supervisión bancaria (MUS). Con ello se dan los primeros pasos para satisfacer los compromisos adquiridos en la cumbre europea de junio de 2012, donde se estableció la necesidad de avanzar con urgencia hacia una unión bancaria, con el objetivo de romper los canales de retroalimentación entre el riesgo soberano y el bancario y evitar la fragmentación de los mercados financieros. En cambio, las discusiones en torno a la unión fiscal y a otros aspectos esenciales de la unión bancaria, como el mecanismo único de resolución de entidades y el fondo común de garantía de depósitos, que tienen mayores implicaciones en términos de mutualización de riesgos, se vieron postpuestas.

De acuerdo con lo acordado en el ECOFIN de 13 de diciembre, el MUS estará formado por las autoridades supervisoras nacionales y el BCE, que será el responsable directo de la supervisión de todas las entidades que superen un determinado umbral de activos y de aquellas que hayan recibido asistencia financiera europea. Para lograr una separación estricta entre las funciones de política monetaria y las de supervisión, se modificará la estructura de gobierno del BCE para dar cabida a un nuevo consejo de supervisión, cuyas decisiones se considerarán adoptadas siempre y cuando el Consejo de Gobierno del BCE no se manifieste en contra. La Autoridad Bancaria Europea (ABE) conserva la responsabilidad de desarrollar un código normativo único y de velar por la convergencia de las prácticas supervisoras entre los países europeos.

El calendario acordado supone, en principio, que el BCE asumirá sus nuevos cometidos de supervisor el 1 de marzo de 2014, como muy pronto, o doce meses después de que entre en vigor la legislación que deberán completar el Parlamento y el Consejo Europeo. Hasta esa fecha no será posible el rescate directo por parte del MEDE de las entidades que puedan necesitarlo, si bien en el primer semestre de 2013 deberán llevarse a cabo los trabajos preparatorios para que esta posibilidad esté operativa en el momento en que entre en vigor el MUS, lo que entre otras cosas entraña la clarificación del tratamiento que recibirán los «activos históricos» (*legacy assets*).

Para avanzar hacia una unión bancaria más completa, en la cumbre de diciembre también se acordó que a lo largo de 2013 la Comisión Europea presentará una propuesta para introducir un mecanismo único de resolución de entidades, que garantice que cualquier entidad de la zona del euro que lo necesite sea resuelta con homogeneidad de criterios y aplicando la premisa de que toda ayuda será recuperada mediante, por ejemplo, el establecimiento de gravámenes sobre las propias entidades financieras. Por su parte, la posibilidad de establecer un fondo único de garantía de depósitos se discutirá más a medio plazo.

Asimismo, para fortalecer los mecanismos de corrección de desajustes en competitividad, en la cumbre de junio de 2013 se discutirá la implementación de compromisos de naturaleza contractual entre los países de la UEM y las instituciones europeas, que contarán con algún incentivo financiero y que tendrán como finalidad impulsar las reformas estructurales para incrementar la competi-

## PRINCIPALES ELEMENTOS DE LAS PROPUESTAS DE LA COMISIÓN Y DEL CONSEJO EUROPEO

	A corto plazo (próximos dieciocho meses)	A medio plazo (de dieciocho meses a cinco años)	A largo plazo (más allá de cinco años)
Unión bancaria	Mecanismo Único de Supervisión y Mecanismo Único de Resolución		Plena unión bancaria, donde, de acuerdo con la propuestas iniciales, tenía cabida un fondo común de garantía de depósitos
Unión fiscal		Capacidad fiscal adecuada para amortiguar <i>shocks</i> asimétricos. Fondo de Amortización de Deuda. Emisiones conjuntas de deuda a corto ( <i>eurobills</i> ). Tesoro Europeo	Plena unión fiscal con la creación de un presupuesto europeo y la introducción de eurobonos
Unión económica	Plena implementación del Semestre Europeo del y <i>six-pack</i> , y acuerdo rápido sobre el <i>two-pack</i> . Creación de un instrumento de convergencia y competitividad (compromisos contractuales de reforma)	Mayor coordinación de políticas de empleo e impositivas	Mayor coordinación de las políticas económicas
Unión política	A lo largo de todo el proceso se buscará mayor legitimidad democrática, con mayor participación del Parlamento Europeo		

FUENTE: Banco de España.

vidad y el empleo («contratos sobre reformas»). En los primeros meses de 2013 se dará prioridad también a la finalización del denominado «two-pack», que fortalece la capacidad de supervisión de los presupuestos nacionales por parte de la CE e introduce la figura de la «supervisión reforzada» para aquellos países de la UEM que hayan solicitado asistencia financiera o registren tensiones financieras que puedan poner en riesgo la estabilidad de la UEM.

El establecimiento de un mecanismo de supervisión único constituye un hito en la construcción de la UEM, que contribuirá a

restaurar la confianza en su sector bancario, a reducir la fragmentación financiera y a facilitar la transmisión adecuada de la política monetaria. En combinación con la posible recapitalización directa de la banca por parte del MEDE, el supervisor único supone un avance trascendental hacia el objetivo de eliminar los vínculos negativos entre el riesgo soberano y el bancario. Asimismo, es el primer paso importante para avanzar en la línea de largo plazo de la UEM marcada por los informes elaborados por la Comisión, el Eurogrupo, el BCE y el Consejo Europeo en diciembre de 2012.

el pasado 1 de enero de 2013, junto con la presentación del *Informe Anual de Crecimiento* y del *Informe del Mecanismo de Alerta de Desequilibrios* por parte de la CE, que marcan el inicio del tercer Semestre Europeo, deben impulsar e incrementar el grado de coordinación de las políticas económicas nacionales y favorecer mayores avances en la eliminación de los desequilibrios de competitividad acumulados en el pasado.

### 3.1 Evolución económica

Según la estimación final de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro disminuyó un 0,1 % en el tercer trimestre de 2012, tras el descenso del 0,2 % en el período de abril-junio (véase cuadro 2). El retroceso del producto obedeció a la caída de la formación bruta de capital fijo y, en menor medida, del consumo público, mientras que el consumo privado permaneció estancado. De esta forma, a la aportación negativa de la demanda interna a la variación del PIB se sumó la de las existencias (ambas, de 0,2 pp), siendo parcialmente contrarrestadas por la favorable evolución de la demanda exterior neta (0,3 pp), resultado, a su vez, de un aumento de las exportaciones mayor que el de las importaciones. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB —ajustado de estacionalidad— se situó en el -0,6 %, una décima inferior a la observada en el trimestre precedente.

Por países, el comportamiento de las tasas de variación del PIB fue heterogéneo. Mientras que en Alemania y Francia la actividad creció a un ritmo del 0,2 % impulsada por el comportamiento favorable de la demanda exterior y del consumo privado, en Italia, el producto retrocedió un 0,2 %, reflejo de una aportación negativa de la demanda interna, y la actividad holandesa registró un fuerte deterioro (del 1,1 %), consecuencia de la caída de las exportaciones y de la formación bruta de capital fijo.

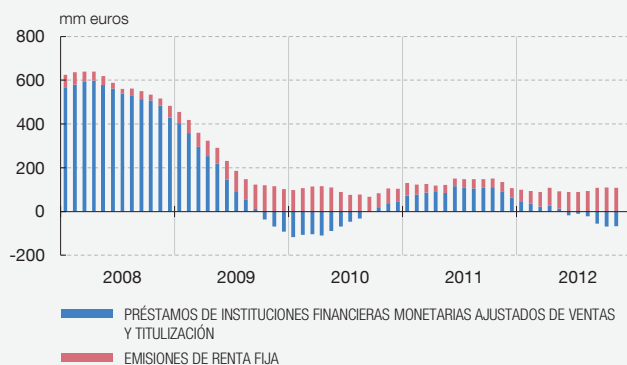
El empleo sufrió una caída en el tercer trimestre de 2012 del 0,2 %, en línea con la debilidad de la actividad. Esta disminución fue compartida por todos los países de la UEM, con la excepción de Alemania, y se tradujo en un retroceso de la tasa interanual del 0,7 %. Por otro lado, el avance de la remuneración por asalariado, en el período de julio-septiembre, junto con el estancamiento de la productividad aparente del trabajo, derivó en un incremento de los costes laborales unitarios de mayor magnitud que el correspondiente al deflactor del PIB, lo que supone una disminución de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

En el cuarto trimestre se produjo un empeoramiento generalizado de los indicadores económicos, que, no obstante, se fue atenuando a lo largo del período (véase gráfico 9). Desde el lado de la oferta, la producción industrial retrocedió en octubre y en noviembre,

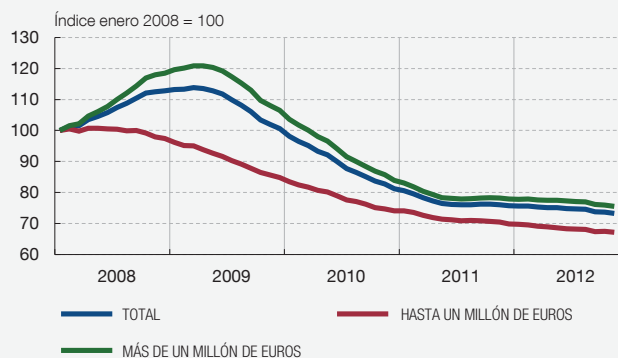
Los préstamos bancarios a las empresas no financieras del área del euro retomaron una senda de desaceleración en el otoño de 2011, y desde mediados de 2012 muestran una caída en términos interanuales, que se situó en el 1,5 % en noviembre. Esta ralentiza-

ción es bastante general por países, con las excepciones de Alemania, Bélgica y Holanda, donde el crecimiento de los préstamos a empresas se ha mantenido relativamente estable, en tasas superiores al 1 %, en el primer caso, y al 4 %, en los otros dos países.

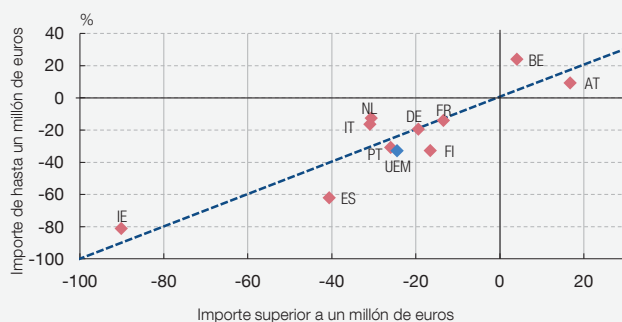
1 FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (SNF).  
FLUJOS NETOS ACUMULADOS DE DOCE MESES



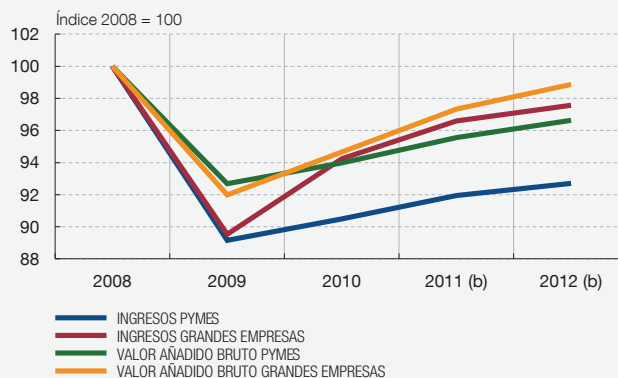
2 OPERACIONES NUEVAS DE PRÉSTAMO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.  
FLUJOS ACUMULADOS DE DOCE MESES



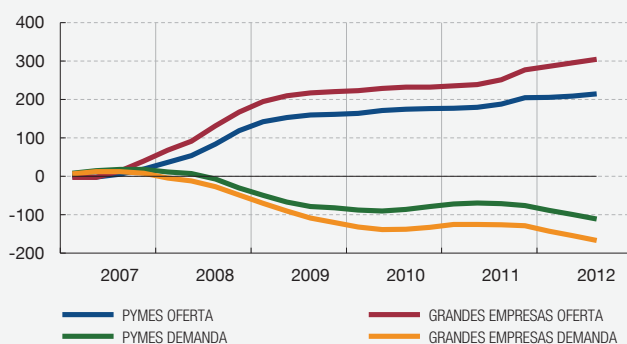
3 OPERACIONES NUEVAS DE PRÉSTAMO A SNF.  
VARIACIÓN ENERO 2008-NOVIEMBRE 2012 (a)



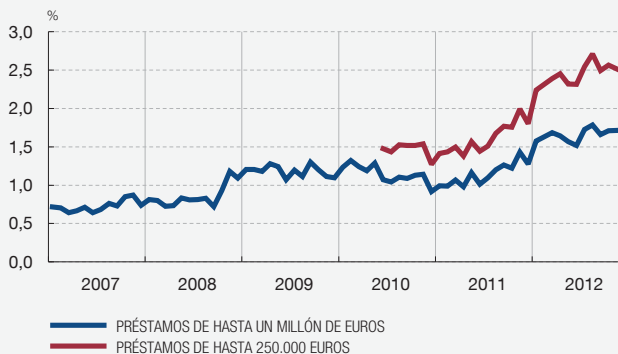
4 INGRESOS Y VALOR AÑADIDO BRUTO DEFLACTADOS  
CON EL DEFLACTOR DEL PIB



5 ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (c).  
VARIACIONES ACUMULADAS EN LA OFERTA Y EN LA DEMANDA



6 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS CON RESPECTO A PRÉSTAMOS  
DE MÁS DE UN MILLÓN DE EUROS (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

a Del flujo acumulado de doce meses.

b Estimaciones.

c Un crecimiento en la oferta significa criterios más restrictivos y, en la demanda, significa aumento.

d Operaciones nuevas de préstamo. El cálculo excluye los países incorporados al área del euro desde 2007.

La evolución desfavorable del crédito a las empresas es atribuible a factores tanto de demanda como de oferta difíciles de deslizar. Por una parte, el deterioro de la actividad económica y de la inversión empresarial, y la incertidumbre sobre las perspectivas macroeconómicas, han debilitado la demanda de financiación, a lo que en algunos países se añade la necesidad de reducir el endeudamiento excesivo del sector. Por otra, la oferta de crédito se ha visto también afectada adversamente por un conjunto amplio de factores relacionados con la crisis financiera global que comenzó en 2007 (tales como el incremento de la aversión al riesgo, el colapso de ciertos modelos de negocio bancario y el endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación en los mercados mayoristas) y, más recientemente, por el impacto de la crisis de la deuda soberana en algunos países.

Para el conjunto del sector de sociedades no financieras, la debilidad del crédito bancario se ha visto compensada en cierta medida por una mayor fortaleza relativa de las emisiones de deuda de las empresas (véase gráfico 1). Sin embargo, a la hora de valorar las implicaciones de esta situación, es necesario tener en cuenta que las pequeñas y medianas empresas (pymes) no cuentan con estas vías alternativas de financiación externa. Además, este sector se ve particularmente afectado por problemas de información asimétrica y selección adversa que se agravan en momentos recesivos y que repercuten sobre la disponibilidad y el coste del crédito<sup>1</sup>.

No se dispone de información sobre la distribución del crédito bancario por tamaño de la empresa receptora, pero sí por importe del préstamo, y cabe esperar que aquellos de menor importe vayan dirigidos, en gran parte, a empresas de tamaño más reducido. Como muestra el gráfico 2, el retroceso de los flujos de crédito ha sido algo superior en las operaciones de menor importe —inferiores a un millón de euros—, que desde enero de 2008 hasta noviembre de 2012 se han contraído un 33 %<sup>2</sup>, frente al 25 % en el caso de las operaciones de más de un millón de euros. Sin embargo, esta discrepancia se concentró fundamentalmente en el período inicial de la crisis financiera y económica global —hasta mediados de 2009—, cuando las grandes empresas siguieron aumentando su recurso a la financiación bancaria, probablemente a través del uso de líneas de crédito previamente abiertas. Posteriormente, durante la fase de la crisis de la deuda soberana, el comportamiento diferencial no se ha mantenido. Por países, la caída del volumen de operaciones nuevas de préstamo, tal como se observa en el gráfico 3, es generalizada, con las excepciones de Bélgica y Austria, si bien muestra una elevada heterogeneidad,

con fuertes retrocesos en Irlanda y España, donde las empresas se enfrentan a un proceso más intenso de desapalancamiento.

Desde el punto de vista de la demanda de crédito, la evolución de algunas variables apuntaría a unas menores necesidades de fondos, en términos relativos, por parte de las empresas más pequeñas. Así, las ventas y el valor añadido bruto muestran una senda de recuperación más moderada en el caso de las pymes (véase gráfico 4), lo que podría deberse al mayor peso que presumiblemente ostentan las exportaciones en la actividad de las empresas grandes, mientras que las pymes, en principio, dirigirían su producción en mayor medida a satisfacer la demanda interna, que ha mostrado un menor dinamismo. Esta evidencia contrasta con la que aporta la Encuesta de Préstamos Bancarios, que indica un retroceso más marcado de la demanda de préstamos de mayor importe (véase gráfico 5), lo que en parte podría venir explicado por el mayor recurso de las grandes empresas a la financiación de mercado.

Por el lado de la oferta, la crisis económica agrava los problemas de incertidumbre sobre la situación financiera y, por tanto, sobre la capacidad de pago de las pymes, lo que se reflejaría en una menor disponibilidad de financiación y en un endurecimiento de sus condiciones en términos de coste y de aspectos no vinculados al precio. Por lo que se refiere al coste, desde el comienzo de la crisis se ha producido un progresivo y sustancial aumento del diferencial de tipos de interés aplicado a los préstamos de menor importe en el conjunto del área (gráfico 6). Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes en el área del euro (SAFE), un porcentaje relevante de las pymes —que ha oscilado entre el 15 % y el 20 %— cita el acceso a la financiación como el problema más acuciante al que se enfrentan. Además, la tasa de rechazo a las solicitudes de crédito a los bancos por parte de las pymes se ha incrementado desde el 12 % en 2009, primer dato disponible de la encuesta, hasta el 15 % a mediados de 2012, mientras que en el caso de las grandes empresas la tasa se situó en el 5 % en ambos períodos. Los indicadores cualitativos del sector bancario sobre la oferta de crédito recogidos en el gráfico 5 apuntan a una política de concesión de crédito más austera desde 2008, si bien el endurecimiento acumulado es algo inferior en las pymes.

En resumen, la atonía del crédito bancario a las sociedades no financieras en la UEM en los últimos años se ha extendido a todas las empresas, independientemente de su tamaño. En el caso de las pymes, además de los factores de demanda que puedan subyacer a esta evolución, se ha producido, por el lado de la oferta, un deterioro de los indicadores de acceso del sector a la financiación bancaria y un incremento sustancial del diferencial de tipos de interés aplicados. La dependencia de las pymes de esta fuente de financiación las hace más vulnerables a una contracción de la oferta del crédito. Las potenciales consecuencias de esta situación de vulnerabilidad para la actividad y el empleo han requerido diversas actuaciones de las autoridades económicas. Mientras que los Gobiernos de los países han instrumentado programas públicos para facilitar la financiación a las pymes, el suministro de liquidez del BCE al sistema bancario también habría contribuido a mitigar los posibles efectos de la crisis sobre la oferta de crédito.

1 Un reflejo de ello es el hecho de que la proporción de empresas con deuda bancaria crece progresivamente con el tamaño de la empresa, desde un 20 % para empresas con uno o dos empleados hasta más de un 40 % para empresas de más de 230 empleados, de acuerdo con la información proporcionada por la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las PYME en el área del euro (SAFE, de acuerdo con su acrónimo en inglés), elaborada por el Banco Central Europeo en colaboración con la Comisión Europea.

2 En términos del flujo acumulado de doce meses de las operaciones nuevas de préstamo. Cabe destacar que una gran parte de esta financiación se dedica a renovaciones de préstamos a corto plazo.



	2011			2012			2013	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1		
Consumo privado	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1		
Consumo público	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,1		
Formación bruta de capital fijo	-0,2	-0,3	-0,5	-1,4	-1,7	-0,6		
Importaciones	0,1	0,5	-1,4	-0,3	0,6	0,3		
Exportaciones	0,6	1,4	0,0	0,5	1,6	0,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2		
Variación de existencias	0,3	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,1		
Demanda exterior neta	0,2	0,4	0,6	0,3	0,5	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	1,6	1,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,6		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,1	0,5	-1,7	-0,5	-0,5	0,3	-2,4	
Sentimiento económico	105,2	98,4	93,6	94,1	91,1	86,4	85,7	
PMI compuesto	55,6	50,3	47,2	49,6	46,4	46,3	46,5	
Empleo	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,2		
Tasa de paro	9,9	10,2	10,6	10,9	11,3	11,5	11,7	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,7	3,0	2,7	2,7	2,4	2,6	2,2	
IPRI	5,9	5,8	4,3	3,5	1,8	2,7	2,1	
Precio del petróleo (valor en dólares)	114,9	114,8	108,7	126,8	95,7	113,2	110,9	113,0
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,4	4,0	4,1	3,3	3,4	2,3	2,1	2,4
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,30	-2,06	-2,17	-1,12	-1,81	-0,72	-0,36	-0,54
Tipo de cambio dólar/euro	1,445	1,350	1,294	1,336	1,259	1,293	1,319	1,332
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	3,7	0,7	-2,1	0,9	-2,4	-2,3	-0,4	1,6
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	2,0	-22,0	-17,1	6,9	-2,2	5,9	13,8	2,8

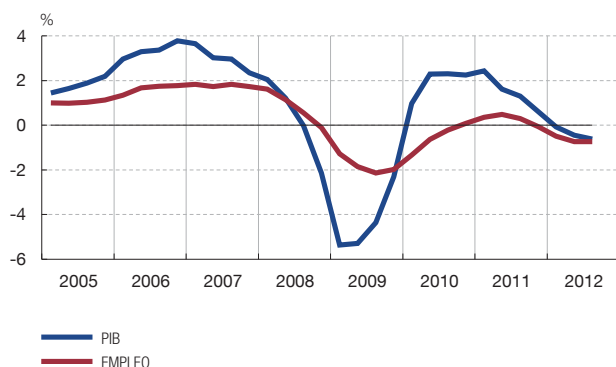
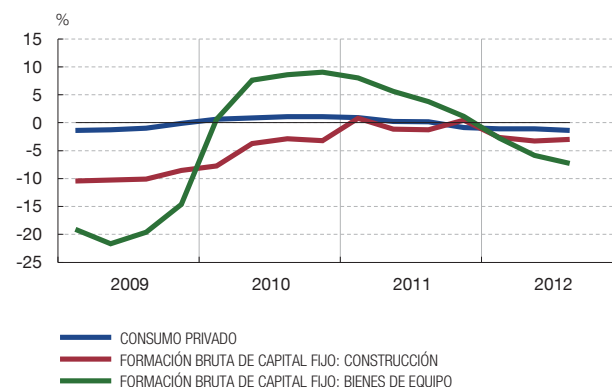
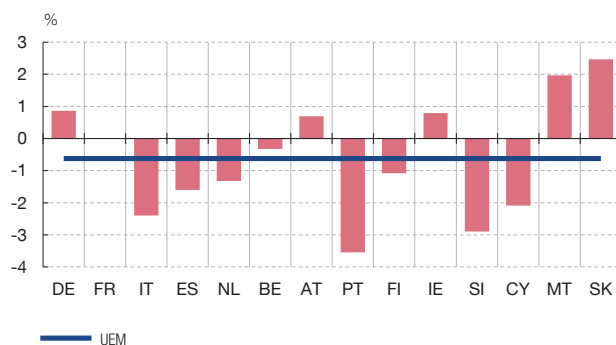
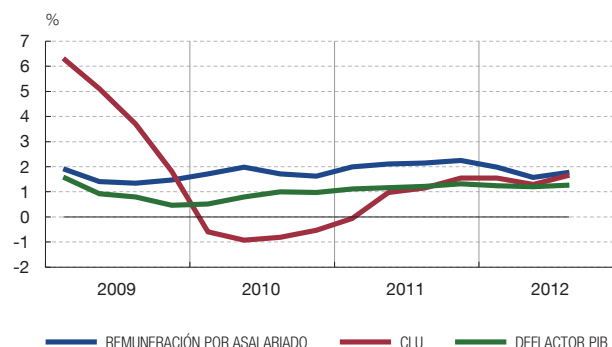
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 18 de enero de 2013.

b Variación porcentual acumulada en el año.

como también lo hicieron los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea referidos a la industria, los servicios y la construcción. Por su parte, los índices PMI de producción de todos los sectores registraron ligeros avances, concentrados en los meses de noviembre y diciembre, si bien continúan en niveles inferiores al umbral teórico de expansión.

Los indicadores de demanda también señalan un empeoramiento en el cuarto trimestre de 2012. Así, por el lado del consumo, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles retrocedieron en media en octubre y noviembre y el índice de confianza de los consumidores disminuyó en el conjunto del trimestre. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos de la industria empeoraron en el último trimestre del año. Por último, las exportaciones de bienes experimentaron en el período de octubre-noviembre un ligero retroceso, que vino acompañado de un agravamiento de las expectativas de exportación y de una mayor caída de la valoración de la cartera de pedidos exteriores.

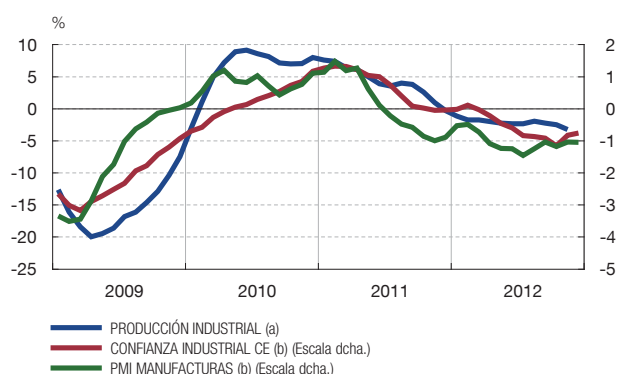
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanualCONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanualTASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Tercer trimestre de 2012SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que la actividad del área del euro continuó contrayéndose a finales de 2012, como anticipaban los principales organismos internacionales e instituciones privadas (véase cuadro 3). Entre los factores que subyacen en este retroceso del PIB, cabe destacar la debilidad de la demanda procedente del exterior, los efectos de los procesos de consolidación fiscal que se están llevando a cabo en la mayoría de los Estados miembros, el alza de los precios de las materias primas y el desapalancamiento del sector privado. Más a medio plazo, el deterioro de la situación económica en los últimos meses de 2012 ha llevado a una revisión generalizada a la baja de las perspectivas de crecimiento para 2013, retrasando la recuperación de la actividad en el área del euro más allá del primer trimestre en un contexto en el que predominan los riesgos a la baja. Los más relevantes están relacionados con una potencial agudización de la crisis financiera, con nuevas necesidades de consolidación fiscal por parte de los países del área y con un posible empeoramiento de la demanda procedente del exterior.

La tasa interanual de inflación del área del euro se situó en el 2,2 % en diciembre, disminuyendo cuatro décimas con respecto a la registrada a finales del tercer trimestre del año pasado. Esta evolución se debe principalmente al menor ritmo de avance de los precios de la energía, por lo que la inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, se mantuvo sin cambios, en el 1,6 % (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales crecieron un 2,1 % en noviembre, seis décimas por debajo del dato de septiembre, debido al menor incremento de los precios del

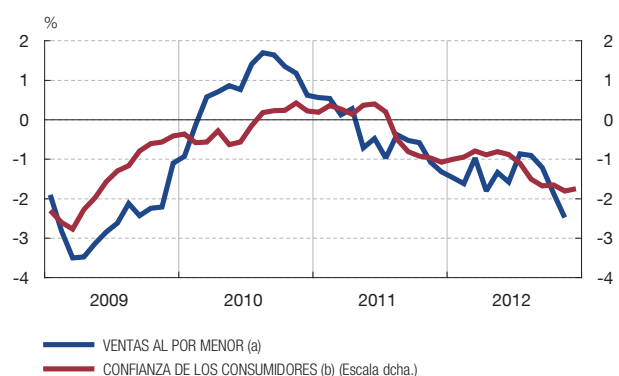
## INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



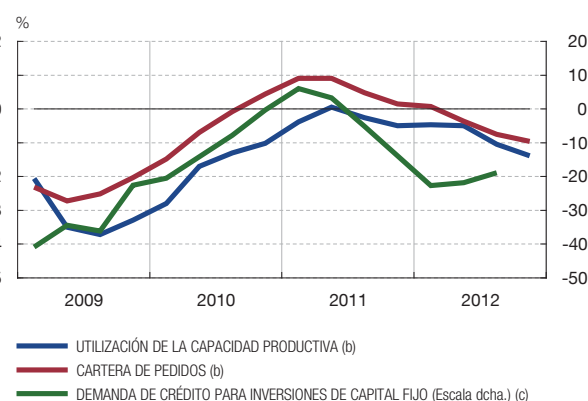
## INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



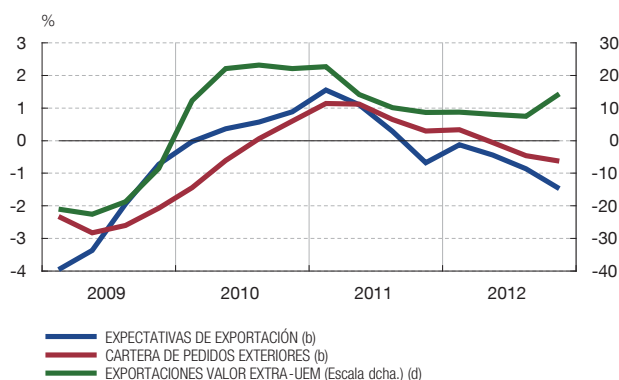
## INDICADORES DE CONSUMO



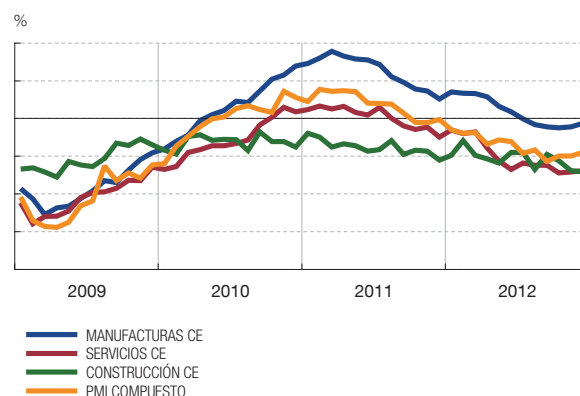
## INDICADORES DE INVERSIÓN



## INDICADORES DE EXPORTACIONES



## INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b Series normalizadas.

c Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

componente energético. A medio plazo, se espera que la inflación se sitúe en tasas por debajo del 2 % a principios de 2013. Los riesgos en torno a este escenario central se consideran, en general, equilibrados, al compensarse los efectos sobre los precios de una posible mayor debilidad de la actividad económica con los riesgos al alza relacionados

	2012		2013	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (diciembre de 2012)	-0,6-(-0,4)	2,5	-0,9-0,3	1,1-2,1
Comisión Europea (noviembre de 2012)	-0,4	2,5	0,1	1,8
FMI (octubre de 2012)	-0,4	2,3	0,2	1,6
OCDE (noviembre de 2012)	-0,4	2,4	-0,1	1,6
<i>Consensus Forecast</i> (enero de 2013)	-0,4	2,5	-0,1	1,9
Eurobarómetro (enero de 2013)	-0,4	2,5	0,0	1,9

FUENTES: BCE, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.

a Tasas de variación anual.

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO: SALDOS PRESUPUESTARIOS Y DEUDA PÚBLICA (a)

## CUADRO 4

% del PIB

	2010	2011		2012		2013	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,8	-3,7	-3,0	-3,0	-2,8	-3,4	-2,3
Alemania	-4,1	-0,8	-0,2	-0,4	-0,9	-0,2	-0,4
Estonia	0,2	1,1	-1,1	-2,0	-2,2	-0,5	-0,4
Irlanda	-30,9	-13,4	-8,4	-8,3	-8,2	-7,5	-7,5
Grecia	-10,7	-9,4	-6,8	-7,5	-6,7	-5,5	-4,7
España	-9,7	-9,4	-8,0	-7,0	-5,3	-6,0	-5,7
Francia	-7,1	-5,2	-4,5	-4,7	-4,4	-3,5	-3,5
Italia	-4,5	-3,9	-2,9	-2,7	-1,7	-2,1	-1,8
Chipre	-5,3	-6,3	-5,3	-4,8	-2,6	-5,7	-5,6
Luxemburgo	-0,8	-0,3	-1,9	-2,5	-1,8	-1,7	-1,8
Malta	-3,6	-2,7	-2,6	-2,5	-2,2	-2,9	-2,2
Holanda	-5,1	-4,5	-3,7	-3,7	-4,6	-2,9	-3,2
Austria	-4,5	-2,5	-3,2	-2,9	-3,0	-2,7	-2,1
Portugal	-9,8	-4,4	-5,0	-5,0	-4,5	-4,5	-4,5
Eslovenia	-5,7	-6,4	-4,4	-4,6	-3,5	-3,9	-4,4
Eslovaquia	-7,7	-4,9	-4,9	-4,8	-4,6	-3,2	-2,9
Finlandia	-2,5	-0,6	-1,8	-1,4	-1,2	-1,2	-0,9
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,4	-1,1	-0,2	-0,5		0,6	0,2
Saldo total	-6,2	-4,1	-3,3	-3,3	-3,0	-2,6	-2,6
Deuda pública	85,6	88,1	92,9	93,6	91,1	94,5	94,9

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a Déficit (-) /superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3 % del PIB.

b Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2012.

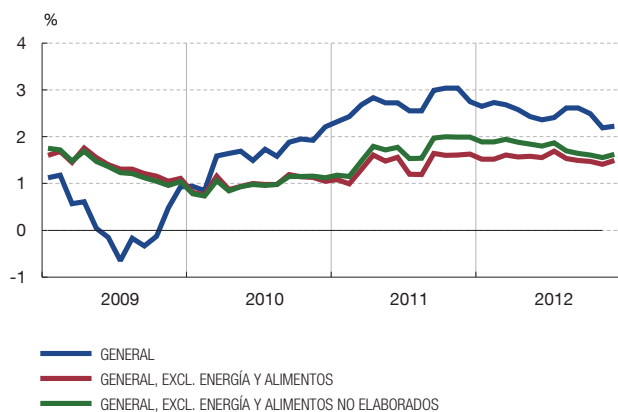
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2012.

d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2012.

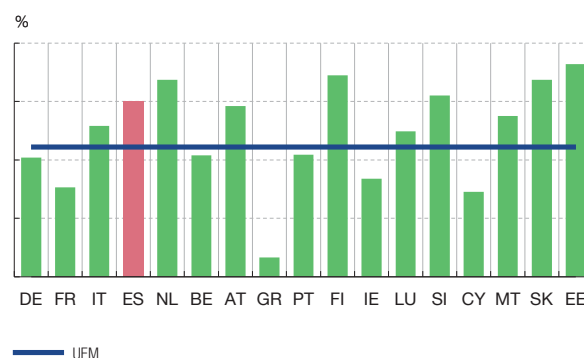
con subidas adicionales de los precios administrados y los impuestos indirectos, así como con un mayor aumento de los precios del petróleo.

La balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un superávit de 46,7 mm de euros (un 0,8 % del PIB) entre enero y octubre de 2012, frente al déficit de 20,2 mm registrado en el

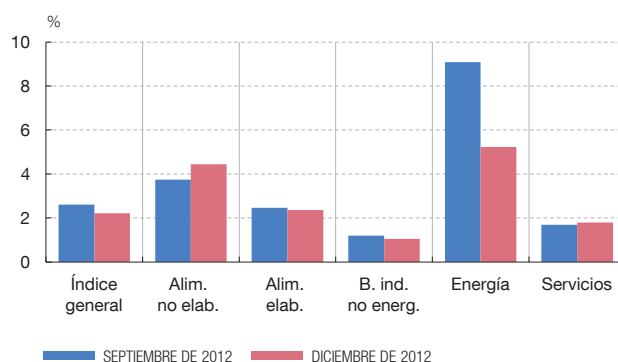
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



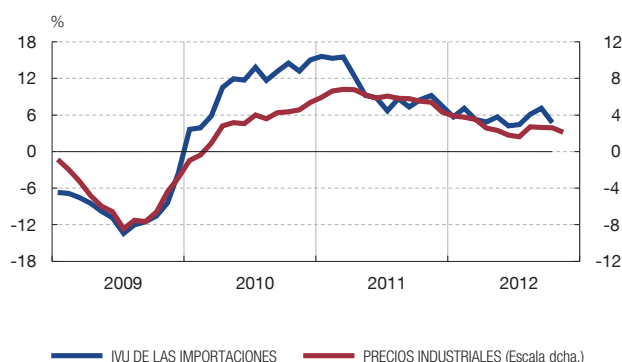
IAPC GENERAL  
(Diciembre 2012)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS

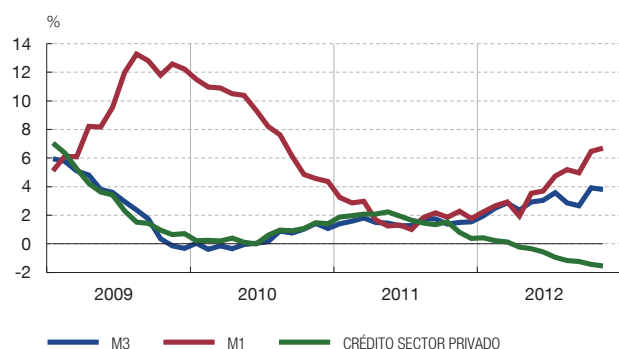
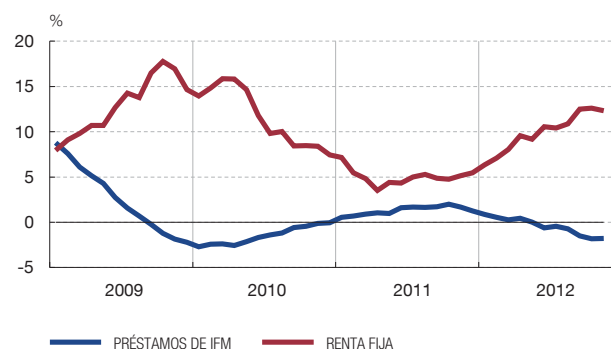
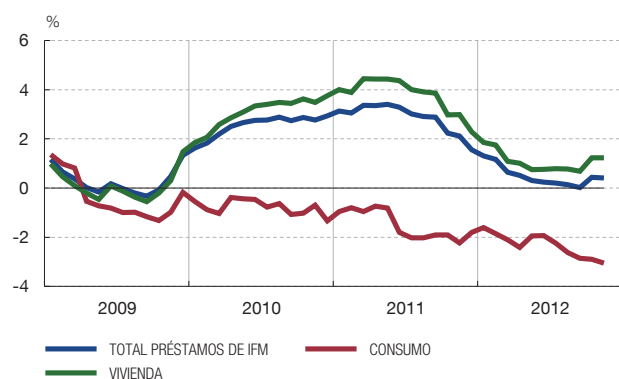
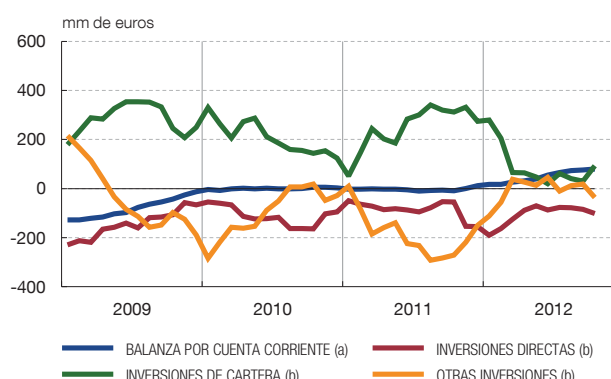


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

mismo período del año anterior (un 0,5 % del PIB). Este resultado obedeció principalmente a que el saldo de la balanza de bienes se tornó positivo, al tiempo que se amplió el superávit de la balanza de servicios. Por el contrario, las transferencias corrientes continuaron mostrando un comportamiento desfavorable. En relación con la cuenta financiera y en el mismo período, las salidas netas de capital en forma de inversión directa se moderaron hasta los 61,4 mm de euros (frente a los 115,2 mm de 2011), mientras que las entradas netas de capital en forma de inversión en cartera se redujeron en 181,4 mm de euros, hasta los 111,3 mm. De esta manera, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 96,6 mm, inferior a los 157,3 mm registrados en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

Las previsiones de otoño de la Comisión Europea sitúan el déficit de las Administraciones Públicas para el conjunto de la UEM en el 3,3 % del PIB en 2012, inferior al 4,1 % del año anterior. La reducción del déficit obedeció al incremento de los ingresos, que ascendieron hasta el 46,2 % sobre el PIB en 2012, mientras que los gastos permanecieron prácticamente estabilizados en el 49,5 % del PIB, ya que los recortes de los salarios de los empleados públicos y de otros gastos se vieron compensados por el incremento de los pagos por intereses. De acuerdo con las previsiones y con los presupuestos aprobados para el año 2013, se estima un descenso adicional del déficit público en dicho año hasta situarse por debajo del 3 % del PIB. Por su parte, la deuda pública del conjunto del área alcanzó



AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanualFINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanualFINANCIACIÓN DE HOGARES  
Tasas de variación interanualBALANZA DE PAGOS  
Acumulado de los últimos doce meses

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

**a** Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.**b** Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

el 92,9 % del PIB en el conjunto de 2012, casi 5 pp por encima de lo registrado el año anterior, y, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión, podría ascender hasta el 95 % del PIB en 2013, antes de iniciar una tendencia descendente.

Las economías sometidas a mayores tensiones financieras llevaron a cabo en 2012 un ajuste estructural notable de sus cuentas públicas, mediante reducciones de los salarios y del empleo público, la contención de los gastos de capital y las reformas de sus sistemas de pensiones y sanitarios. Con todo, Italia fue el único país que cumplió los objetivos de consolidación establecidos en el Procedimiento de Déficit Excesivo, situando su déficit por debajo del 3 % del PIB en 2012. En los casos de Portugal y España se amplió en un año el plazo requerido según el PEC para la corrección de este desequilibrio, debido a las dificultades para alcanzar los objetivos anteriormente establecidos dado el deterioro de la situación económica y al aumento de las cargas financieras asociadas a los intereses de la deuda. Finalmente, Grecia completó con éxito su operación de recompra de deuda, que forma parte de una estrategia más amplia de medidas destinadas a reducir la carga financiera a la que ha de hacer frente el país y a reconducir la deuda pública hacia niveles del 124 % del PIB en 2020. Así, tras la concreción por parte del Gobierno griego de nuevas medidas de ajuste fiscal, el Eurogrupo acordó en su reunión de 13 de diciembre de 2012 conceder dos años más a Grecia, hasta 2016, para alcanzar el objetivo presupuestario

(superávit primario del 4,5 % del PIB), al tiempo que aprobó el primer y segundo desembolso (de 49,1 mm de euros) correspondientes al segundo programa de asistencia, que irán destinados en buena medida a la recapitalización de sus entidades financieras. Por su parte, Alemania situó sus cuentas públicas próximas al equilibrio presupuestario en 2012 y Francia redujo su déficit hasta el 4,5 % del PIB.

En el ámbito de la reforma del marco fiscal y de las herramientas de supervisión y control de las cuentas públicas, destaca la entrada en vigor del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (el denominado «fiscal compact»), que tiene como objetivo final fortalecer la disciplina presupuestaria en la UEM, al obligar a los países que no lo hayan hecho todavía a trasladar a sus ordenamientos jurídicos nacionales en el plazo de un año la regla de presupuesto equilibrado y la introducción de mecanismos de corrección automáticos para eliminar posibles desviaciones. Por su parte, el Consejo Europeo de diciembre acordó dar carácter prioritario a la finalización de las dos legislaciones que componen el denominado «two-pack» (véase recuadro 2).

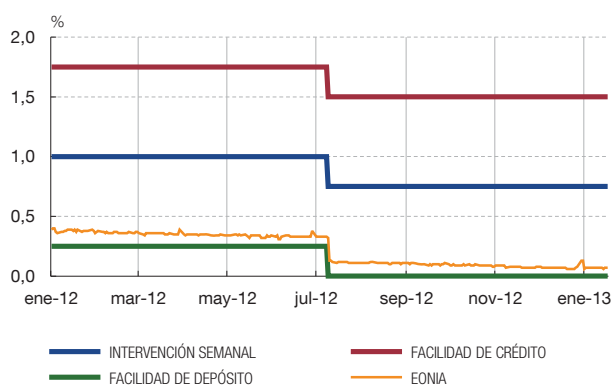
### 3.2 Evolución monetaria y financiera

La atenuación de algunas de las incertidumbres que amenazaban la estabilidad de la zona del euro dio lugar a una relajación significativa de las tensiones financieras durante el último trimestre de 2012, que, en un contexto de elevada volatilidad, se tradujo en una reducción de los diferenciales soberanos, una mejora en las condiciones de financiación en los mercados de capitales y una recuperación de los índices bursátiles. La relajación de las tensiones financieras comenzó a percibirse el pasado mes de agosto tras el anuncio del BCE del programa de compra de bonos soberanos en el mercado secundario —denominado Operaciones Monetarias de Compraventa—. Desde entonces, el acuerdo alcanzado por el Consejo Europeo del pasado 13 y 14 de diciembre para avanzar hacia un supervisor único europeo, que supone un refuerzo de la arquitectura institucional de la UEM, y los avances en la resolución de la situación financiera griega han sido los elementos más específicos que contribuyeron a prolongar la disminución de la inestabilidad financiera. Así, tras el éxito de la operación de recompra de bonos llevada a cabo por el Tesoro heleno a principios de diciembre y el acuerdo de medidas alcanzado por el Eurogrupo para facilitar que la deuda griega vuelva a una senda más sostenible, se aprobó el desembolso conjunto del primer y segundo tramo de ayuda financiera a Grecia previsto en el segundo programa de asistencia. Ambos elementos se percibieron como una señal del compromiso de los Gobiernos para mantener la integridad del euro y, por lo tanto, redujeron drásticamente el denominado «riesgo de convertibilidad».

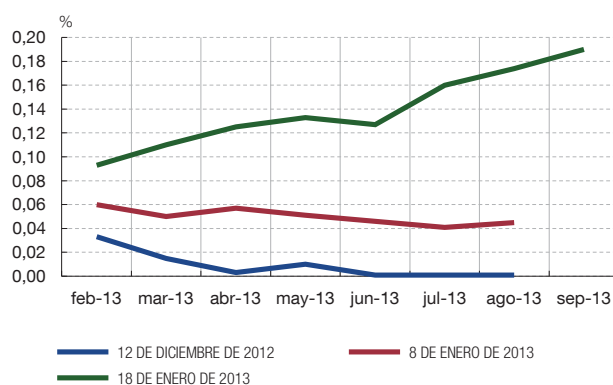
Por su parte, el Consejo de Gobierno del BCE extendió la orientación expansiva de la política monetaria, al considerar que las expectativas de inflación estaban ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. Así, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de las operaciones principales de financiación en el 0,75 %, y el de las facilidades de depósito y de crédito en el 0 % y el 1,50 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, en su reunión de diciembre, el BCE anunció la prórroga de las subastas trimestrales con adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación durante el tiempo que sea necesario y, al menos, hasta el 9 de julio de 2013, fecha en la que finaliza el sexto período de mantenimiento. Por otra parte, el Consejo remarcó que está preparado para ejecutar las Operaciones Monetarias de Compraventa una vez que los países soliciten asistencia, ayudando de esta forma a evitar que se materialicen escenarios extremos.

El alivio de las tensiones financieras en el área se ha traducido en una disminución generalizada de los diferenciales soberanos, siendo de mayor magnitud entre los estados

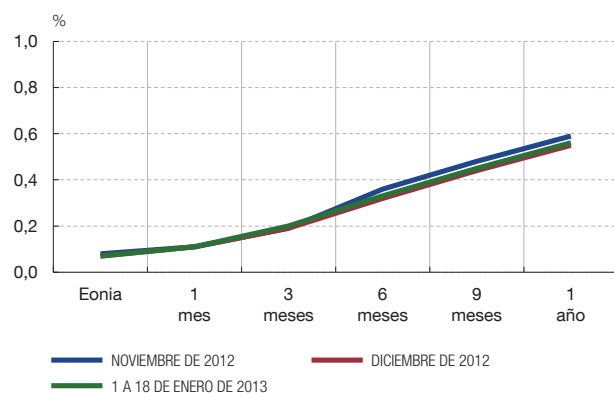
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



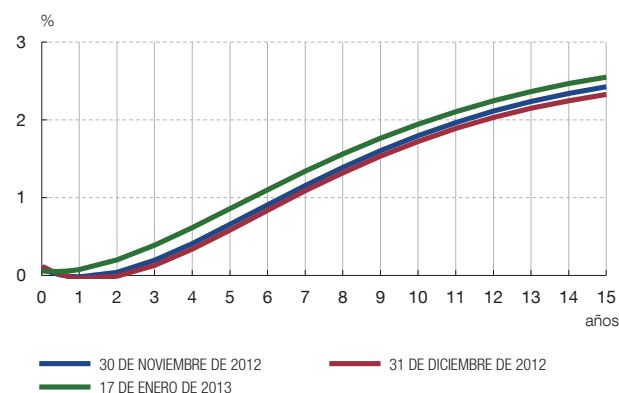
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



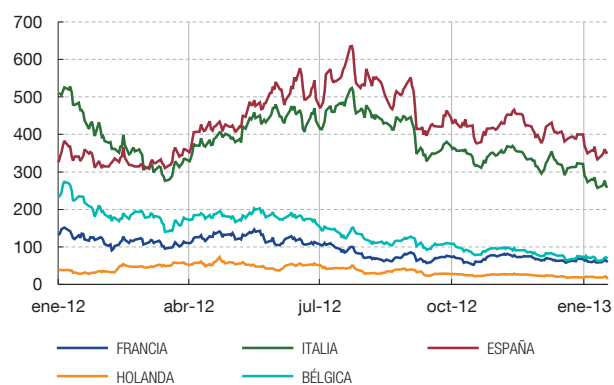
MERCADO INTERBANCARIO



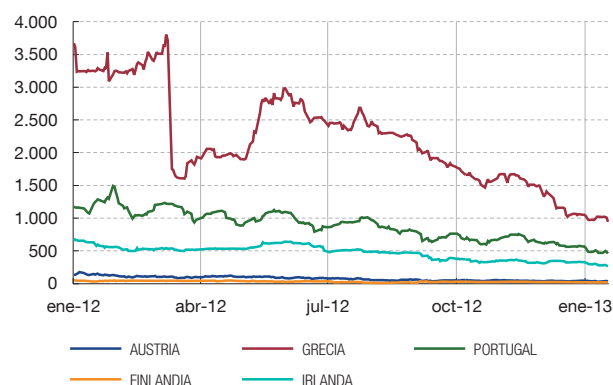
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

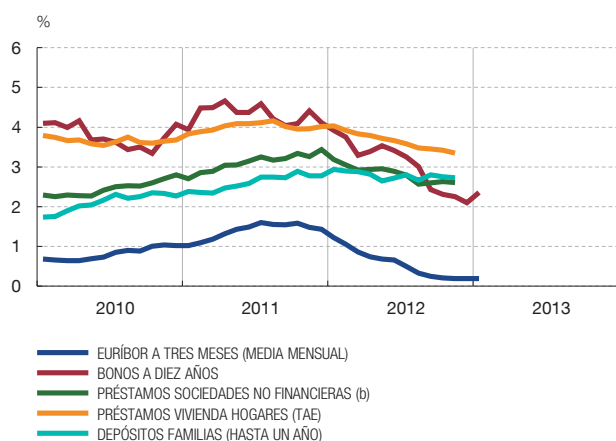


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

miembros más vulnerables de la UEM. De esta forma, en algunos países, como Irlanda, los costes de financiación se situaron por debajo de los observados en los momentos previos a la solicitud de asistencia financiera por parte de su Gobierno. Sin embargo, esta tendencia descendente no ha estado exenta de un elevado grado de volatilidad. Así, las tensiones políticas surgidas en Italia a comienzos del mes de diciembre provocaron incrementos de los diferenciales tanto en el propio país como en España e Irlanda. Por otra

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



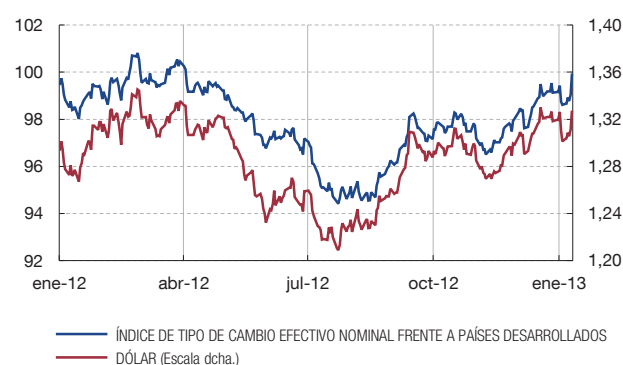
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Correspondientes a nuevas operaciones.

b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

parte, el acuerdo alcanzado para evitar el precipicio fiscal en Estados Unidos y las valoraciones positivas del grado de cumplimiento de las condiciones de los programas de asistencia financiera en vigor generaron una reacción positiva en los mercados, que contribuyó a acentuar la reducción de las primas de riesgo.

En el mercado bursátil, en línea con la evolución financiera del resto de mercados, las cotizaciones mejoraron en todos los países y sectores. Así, el EUROSTOXX 50 aumentó un 8,2 % en el período comprendido entre finales de octubre y primeros días de enero, acumulando un avance del 14 % en el conjunto de 2012. Por su parte, durante el trimestre y hasta la fecha de cierre de este boletín, el tipo de cambio del euro se apreció un 3 % en términos efectivos nominales y un 2,5 % frente al dólar (véase gráfico 13).

La mayor estabilidad financiera también se manifestó en el mercado interbancario, donde los tipos de interés de los depósitos se redujeron en todos los plazos, y especialmente en los más largos, hasta situarse el euríbor a tres meses y a un año en el entorno del 0,2 % y el 0,6 %, respectivamente, en la fecha de cierre del boletín. Al caer en menor medida los tipos de las operaciones con garantías —*eurepos*—, especialmente en los plazos más largos, los diferenciales entre ambos se redujeron, alcanzando los 45 pb en el euríbor a un año.

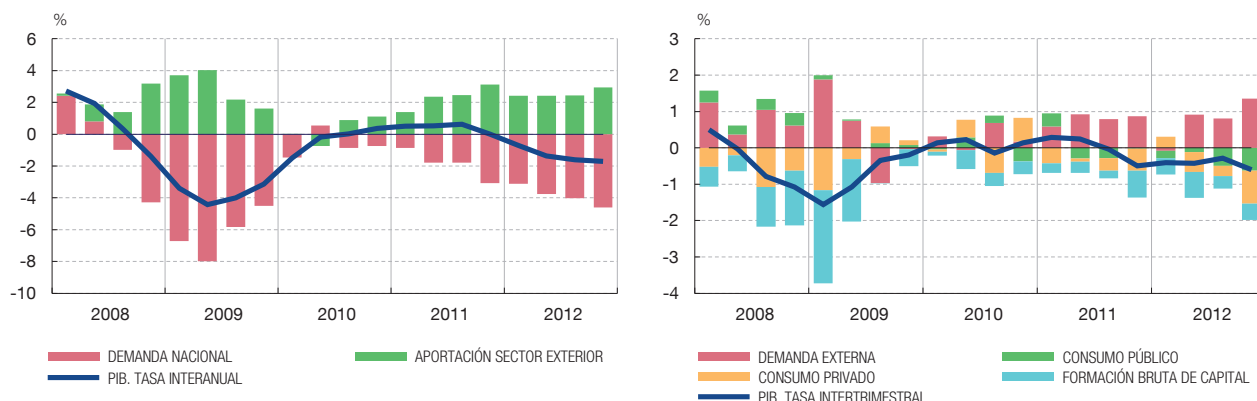
Los préstamos bancarios al sector privado prolongaron su caída en noviembre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del  $-0,5\%$ , en términos ajustados de titulización. En el caso del crédito a hogares, se mantuvo una senda de desaceleración suave a lo largo del trimestre, mostrando un crecimiento interanual en noviembre del  $0,7\%$ , como consecuencia del mayor retroceso de los préstamos para consumo y el mantenimiento de la tasa de avance de los destinados a la adquisición de vivienda. En cambio, los préstamos bancarios a sociedades (véase recuadro 3) disminuyeron en noviembre, un  $1,4\%$  en términos interanuales, mientras que las emisiones de deuda de las sociedades no financieras continuaron aumentando hasta tasas cercanas al  $13\%$  en octubre, que se explicarían, según la información provisional disponible, por una reactivación de las emisiones de las empresas en los países sujetos a mayores tensiones financieras. Por el lado de la oferta de crédito y según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del tercer trimestre, las entidades colaboradoras preveían un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y a sociedades en los últimos meses de 2012.

Por último, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado continuó retrocediendo en el caso de la financiación a hogares y se mantuvo para las sociedades no financieras. Detrás de esta evolución agregada, no obstante, se esconden unas condiciones de financiación desiguales, más estrictas en las economías con mayores tensiones financieras.

De acuerdo con la información disponible, todavía parcial, el ritmo de contracción del PIB de la economía española se habría acelerado en el último trimestre de 2012. En concreto, la caída de la actividad habría sido del 0,6 % respecto al tercer trimestre, retroceso que superaría en tres décimas al observado entonces (véase gráfico 14). A pesar de los desarrollos positivos en los mercados financieros internacionales en los últimos meses del año, la conjunción de varios factores adversos, algunos de los cuales de naturaleza temporal, dio lugar a un debilitamiento notable de la demanda final en el cuarto trimestre. En particular, en ese período se intensificó el retroceso del consumo de los hogares, en un contexto en el que diversos factores de carácter transitorio, tales como los efectos de la reversión del adelantamiento de compras previo a la subida de tipos del IVA o la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos, se sumaron a otros elementos, como la debilidad del mercado de trabajo, que, de modo más persistente, vienen lastrando el gasto de las familias desde el comienzo de la crisis. Asimismo, la caída del consumo público contribuyó de modo significativo al retroceso del producto, mientras que, en el caso de los distintos componentes de la inversión, el deterioro fue menos marcado. En conjunto, se estima que la demanda nacional habría retrocedido un 1,9 %, 0,8 pp más que en el tercer trimestre. En cuanto a la demanda procedente del exterior, el debilitamiento de la economía del área del euro en los meses finales de 2012 provocó una pérdida de tono de las exportaciones tanto de bienes como de servicios. Por su parte, las importaciones habrían registrado un acusado retroceso, reflejo de la debilidad de la demanda final. Esta caída de las compras al exterior habría permitido atemperar la contracción del producto. En concreto, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB podría haber repuntado hasta 1,4 pp, seis décimas más que en el tercer trimestre.

En términos interanuales, el descenso del producto habría sido, como en el período de julio-septiembre, del 1,7 %, en tanto que la intensidad de la destrucción de empleo podría haberse atenuado en medio punto porcentual hasta el 4,1 %. Ello se habría traducido en una cierta pérdida de dinamismo del crecimiento de la productividad aparente del trabajo, que habría seguido siendo, no obstante, elevado. En el conjunto de la economía, la remuneración por asalariado registró una disminución interanual significativa como consecuencia del descenso de las retribuciones de los empleados públicos, lo que se tradujo en una intensificación de la caída de los costes laborales unitarios. En las ramas de mercado, la remuneración por asalariado habría permanecido prácticamente estable en tasa interanual, lo que, dada la moderación en el ritmo de avance de la productividad, habría atenuado la tasa de caída de los costes laborales unitarios, que, en todo caso, seguiría siendo elevada. Por lo que respecta al comportamiento de los precios, la tasa interanual de variación del IPC se redujo en medio punto porcentual entre septiembre y diciembre, hasta situarse en el 2,9 %. Esta moderación se debió, sobre todo, a la ralentización del componente energético, de modo que el crecimiento del IPSEBENE cerró el año en el mismo nivel que en septiembre, el 2,1 %. El diferencial de inflación frente al conjunto del área del euro, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), siguió siendo relativamente elevado, reduciéndose apenas en una décima entre septiembre y diciembre, hasta 0,8 pp. No obstante, una vez descontados los efectos sobre la tasa interanual de los aumentos de los tipos del IVA y de los precios administrados, los aumentos en los precios mantuvieron un rumbo descendiente en el último trimestre, en consonancia con la marcada debilidad del consumo interno. Por último, cabe





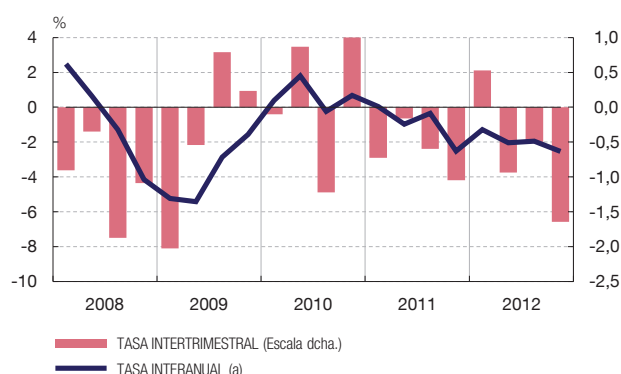
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

mentonar, como rasgo destacado del período, la continuación de los avances en el terreno de la reducción del desequilibrio exterior por cuenta corriente, después de que, en el tercer trimestre, se registrara una capacidad de financiación de la nación en términos de Contabilidad Nacional por primera vez desde el inicio de 1998.

#### 4.1 Demanda

En el cuarto trimestre del año se acentuó la debilidad del consumo privado, de acuerdo con los indicadores disponibles (véase gráfico 15). En concreto, se estima que este componente de la demanda experimentó un descenso intertrimestral del 1,6 %, frente a la caída del 0,5 % del tercer trimestre. En el conjunto del año, la reducción media del consumo se habría situado en torno al -2 %, 1 pp superior a la registrada en 2011. La mayor contracción del gasto en bienes y servicios de los hogares españoles en el cuarto trimestre puede atribuirse en una parte importante al impacto de las medidas de consolidación fiscal sobre la renta de las familias y sobre el precio de los bienes que estas consumen. A su vez, estos efectos tienen un componente importante de sustitución intertemporal de gasto. Este es el caso de la reversión de los efectos positivos que sobre el consumo tuvo el adelanto al tercer trimestre de algunas compras (en especial, de bienes de consumo duradero), ante el aumento de los tipos impositivos del IVA a partir del 1 de septiembre. Así, las matriculaciones de automóviles particulares experimentaron un retroceso en el cuarto trimestre del 14,5 % intertrimestral, calculado sobre la serie corregida de estacionalidad y de efectos calendario, que contrasta con el incremento del 9,2 % del tercer trimestre. Este descenso tuvo lugar a pesar de la puesta en marcha del PIVE (Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente), cuyo efecto sobre el ritmo de matriculaciones parece haberse visto aminorado por los retrasos en las entregas de los vehículos vendidos en el cuarto trimestre. De este modo, cabe esperar que parte de las operaciones acogidas al PIVE registradas en 2012 se trasladen a las cifras de matriculaciones de vehículos particulares en los próximos meses de 2013. Entre el resto de indicadores cuantitativos, el ritmo de descenso interanual de las ventas de bienes y servicios de las grandes empresas y de las ventas minoristas se aceleró en el promedio de octubre y noviembre hasta el -8,7 % y el -8,1 %, respectivamente. Por lo que respecta a los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores retrocedió en el conjunto del cuarto trimestre en tres puntos porcentuales en comparación con el tercero, lo que refleja las desfavorables expectativas de los hogares acerca de sus rentas futuras, en un contexto en el que persiste la destrucción de empleo. En este sentido, los componentes del indicador que experimentaron un deterioro más pronunciado fueron los que miden las expectativas de desempleo en los próximos doce meses y la capacidad de ahorro prevista a lo largo de ese horizonte temporal.

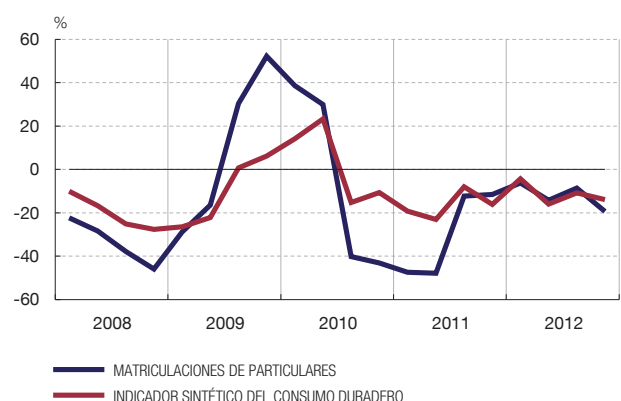
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



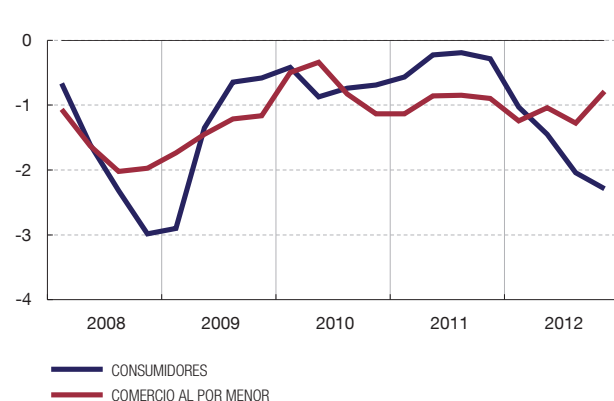
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



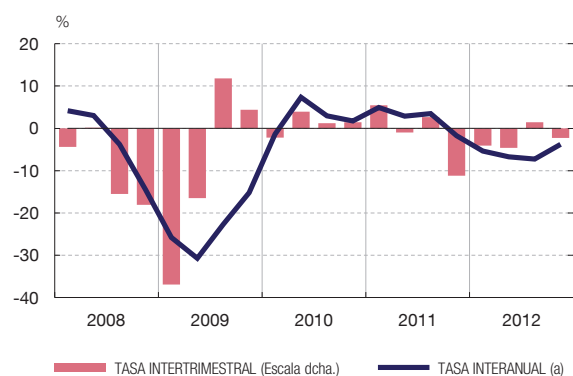
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

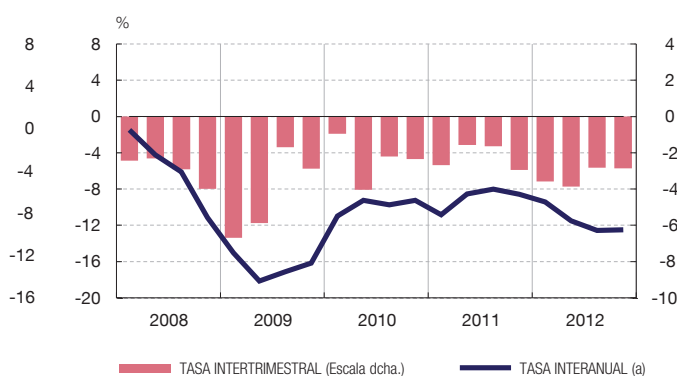
b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

Con información más retrasada, las cuentas no financieras de los sectores institucionales del tercer trimestre de 2012 confirman estas tendencias en los ingresos y el ahorro de los hogares. Así, en ese período se produjo una intensificación del ritmo de descenso interanual de la renta nominal de las familias, hasta el  $-1,9\%$  en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución desfavorable vino determinada, fundamentalmente, por una contribución más negativa de la remuneración de asalariados y de los dividendos recibidos, en tanto que las aportaciones del excedente bruto y de los intereses netos fueron similares a las del segundo trimestre, y la de las AAPP, algo mayor. La mayor caída de la renta de las familias en el tercer trimestre, unida a que el consumo continuó registrando tasas de crecimiento positivas, supuso un nuevo descenso de la tasa de ahorro, que se situó en el  $8,8\%$  de la renta disponible,  $0,7$  pp por debajo del nivel alcanzado en el trimestre anterior. La capacidad de financiación de los hogares también se redujo en el tercer trimestre, hasta el  $1,4\%$  del PIB, por el mayor ritmo de descenso del ahorro en comparación con el de la inversión. El reducido nivel alcanzado por la tasa de ahorro sugiere que la capacidad de esta variable para continuar suavizando el patrón de gasto de las familias podría estar próxima a agotarse, por lo que parece probable que, en el futuro, la evolución del consumo tenga que acompasarse en mayor grado a la de la renta.

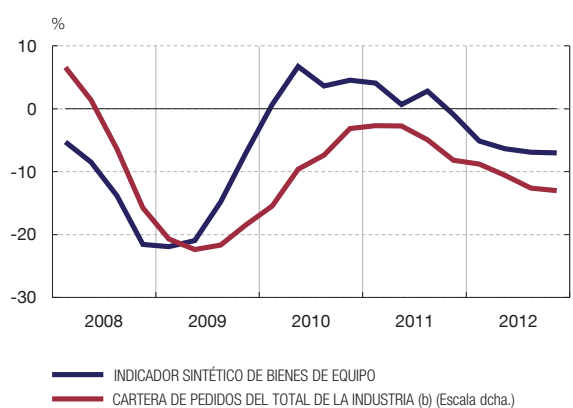
## BIENES DE EQUIPO



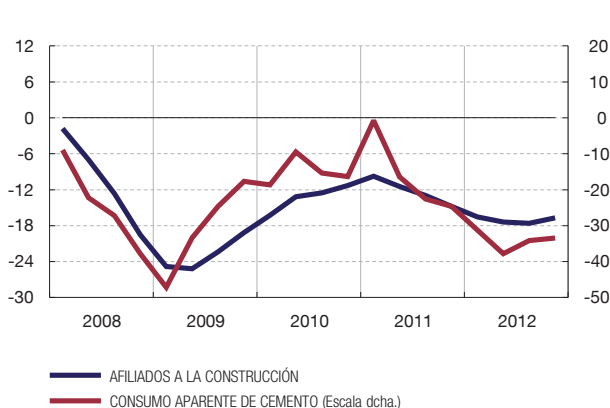
## CONSTRUCCIÓN



## INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



## INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.  
b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles apuntan a una nueva reducción en el cuarto trimestre, tras el repunte del tercero (véase gráfico 16). Entre los indicadores de naturaleza cuantitativa, las matriculaciones de vehículos de carga intensificaron su ritmo de caída en la parte final del año. También la producción y las importaciones de este tipo de bienes, con información hasta noviembre, registraron nuevos retrocesos. Por el contrario, la confianza empresarial mejoró tanto en el conjunto de la industria como, específicamente, en el segmento productor de bienes de equipo, frenando la trayectoria de empeoramiento observada en los trimestres anteriores. No obstante, es aún prematuro valorar si esta mejora supone una inflexión en la confianza de estos agentes, dado el clima de elevada incertidumbre que continúa rodeando a la inversión empresarial.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras continuó aumentando en el tercer trimestre de 2012, hasta representar el 2,5 % del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres (0,3 pp más que en el segundo trimestre). Este avance se apoyó, sobre todo, en un aumento del ahorro empresarial, lo que podría estar reflejando los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación.

La inversión en construcción mantuvo la tónica contractiva de los últimos trimestres, condicionada por el proceso de ajuste en el segmento residencial y las restricciones que impone la consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). La información más reciente relativa a los consumos intermedios del sector muestra retrocesos intertrimestrales mayores en el cuarto trimestre que en el anterior, mientras que la cifra de afiliados en la construcción se redujo a un ritmo menor, como consecuencia del comportamiento más favorable observado en diciembre.

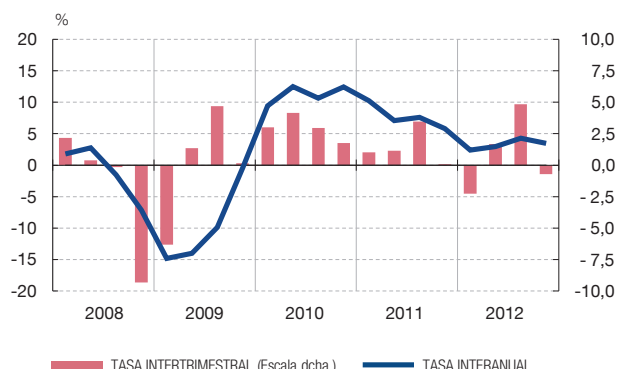
Por componentes, la inversión residencial siguió cayendo, en un contexto marcado por la disminución gradual del número de viviendas iniciadas. En octubre, se visaron unas 4.000 viviendas, un 44 % menos que un año antes. En relación con las transacciones, en el tercer trimestre de 2012 se vendieron aproximadamente 75.000 viviendas, cifra similar a la observada un año antes. Este freno en la caída de las compraventas podría estar reflejando un adelanto de compras como respuesta al nuevo paquete de medidas aprobado por el Gobierno el pasado mes de julio, que incluía la desaparición de la desgravación en el IRPF por compra de vivienda y la subida en el tipo del IVA del 4 % al 10 % a partir del 1 de enero de 2013. Por su parte, con datos hasta octubre, la superficie visada en edificación no residencial siguió registrando una fuerte contracción.

En relación con el consumo de las AAPP, la información parcial disponible apunta hacia una contracción sustancial de este componente de la demanda interna en el último trimestre del año. En el apartado de gastos reales de personal, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP registraron caídas más intensas en el cuarto trimestre que en el tercero, agudizando la tendencia observada en los últimos trimestres. Por su parte, los indicadores relativos al gasto en consumo final no salarial hasta octubre eran compatibles con el mantenimiento del proceso de corrección que se había observado hasta finales del tercer trimestre. Además, cabe esperar que esta corrección se haya agudizado en los dos últimos meses del año como consecuencia de la aplicación de los planes de ajuste de las CCAA en el ámbito de la educación y la sanidad.

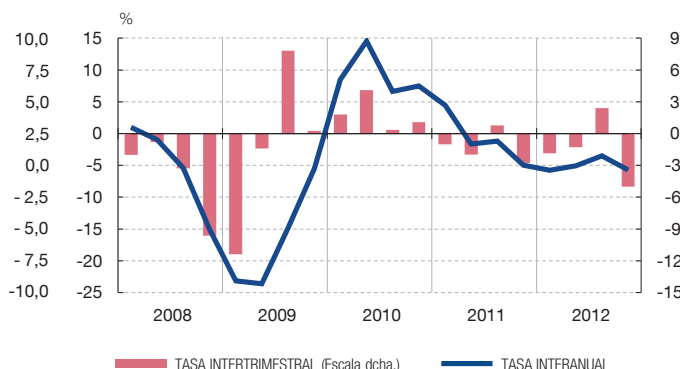
La última información disponible acerca de la demanda exterior neta en el trimestre final de 2012 apunta a un aumento de su aportación al crecimiento del PIB, hasta 1,4 pp en términos intertrimestrales y hasta 2,9 pp en tasa interanual, seis y cinco décimas, respectivamente, más que en el trimestre anterior. En un contexto en que las exportaciones retrocedieron ligeramente, esta evolución estaría reflejando un descenso intenso de las importaciones, tras el repunte del tercer trimestre, motivado, a su vez, por el adelanto de compras propiciado por la subida del IVA en septiembre (véase gráfico 17).

El menor dinamismo de las ventas al exterior se produjo en un contexto de debilidad de la demanda de importaciones de la zona del euro, si bien las ventas al exterior continuaron beneficiándose de las ganancias de competitividad precio y coste acumuladas, tanto frente al conjunto de países desarrollados como frente a la propia UEM, y del elevado dinamismo de los mercados no europeos. Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes intensificaron su crecimiento en el período octubre-noviembre, hasta avanzar un 2,9 % en tasa interanual, frente al 2,5 % observado en el tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 17). Por grupos de productos, destacó el impulso de las ventas al exterior de bienes intermedios no energéticos, bienes de equipo y alimentos. Por el contrario, descendieron sensiblemente las ventas de bienes intermedios energéticos y, en menor medida, las de bienes de consumo duradero. Por destino geográfico, el incremento se concentró en las exportaciones extracomunitarias (19 %), que intensificaron su ritmo de avance de forma generalizada, compensando la reducción de las dirigidas a la zona del euro (-4 %).

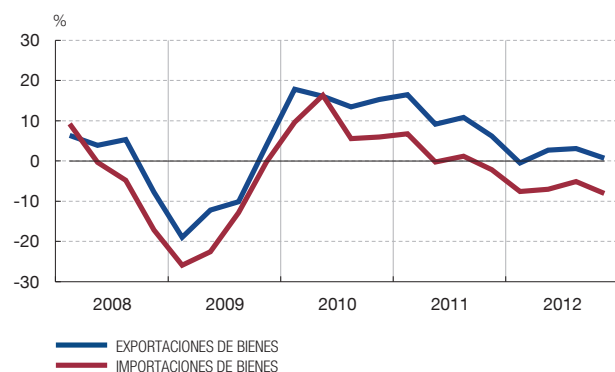
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



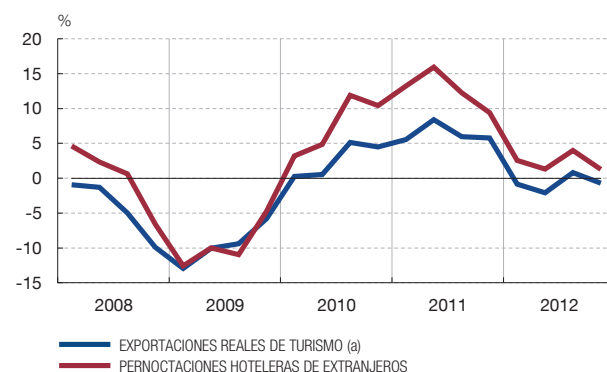
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.  
b Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.  
c Series ajustadas de estacionalidad.

El retroceso de las exportaciones comunitarias vino motivado por el debilitamiento de las ventas dirigidas a Francia y Portugal, ya que se recuperaron las destinadas a Alemania, Italia y el Reino Unido.

En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información disponible para el período de octubre-noviembre apunta a una caída interanual de un 2 % en el flujo de entrada de turistas y a una moderación en el crecimiento de las pernoctaciones hoteleras, que avanzaron apenas un 0,4 %. No obstante, la debilidad de estas tasas se explica, en parte, por la fortaleza de estas variables en las mismas fechas de 2011, como consecuencia de la inestabilidad geopolítica del Norte de África y Oriente Próximo. Por país de residencia, cabe destacar la ralentización de los flujos de turistas británicos, tras el buen comportamiento mostrado en los meses de verano. A ello cabría añadir el escaso dinamismo del turismo con origen en Alemania. Respecto al gasto nominal, los datos disponibles de octubre y noviembre de EGATUR muestran un descenso del 0,4 % interanual en esos dos meses. Por su parte, de acuerdo con los datos de balanza de pagos de octubre, se espera que las exportaciones de servicios no turísticos crezcan en el cuarto trimestre del año a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior.

Las importaciones de bienes continuaron disminuyendo en los meses de octubre y noviembre en un 4,9 % interanual, frente a la caída del 5,8 % del tercer trimestre, según la información de Aduanas. Por grupos de productos, se intensificó el descenso de los bienes de consumo, particularmente los de carácter duradero, mientras que los intermedios no energéticos y los bienes de equipo atenuaron su retroceso en comparación con los trimestres anteriores. Por el contrario, las compras reales de bienes intermedios energéticos mantuvieron su dinamismo. Por último, de acuerdo con la información de balanza de pagos de octubre, las importaciones reales de servicios habrían agudizado su caída en el cuarto trimestre de 2012, debido al comportamiento tanto de las compras asociadas al turismo como de las de servicios no turísticos.

#### 4.2 Producción y empleo

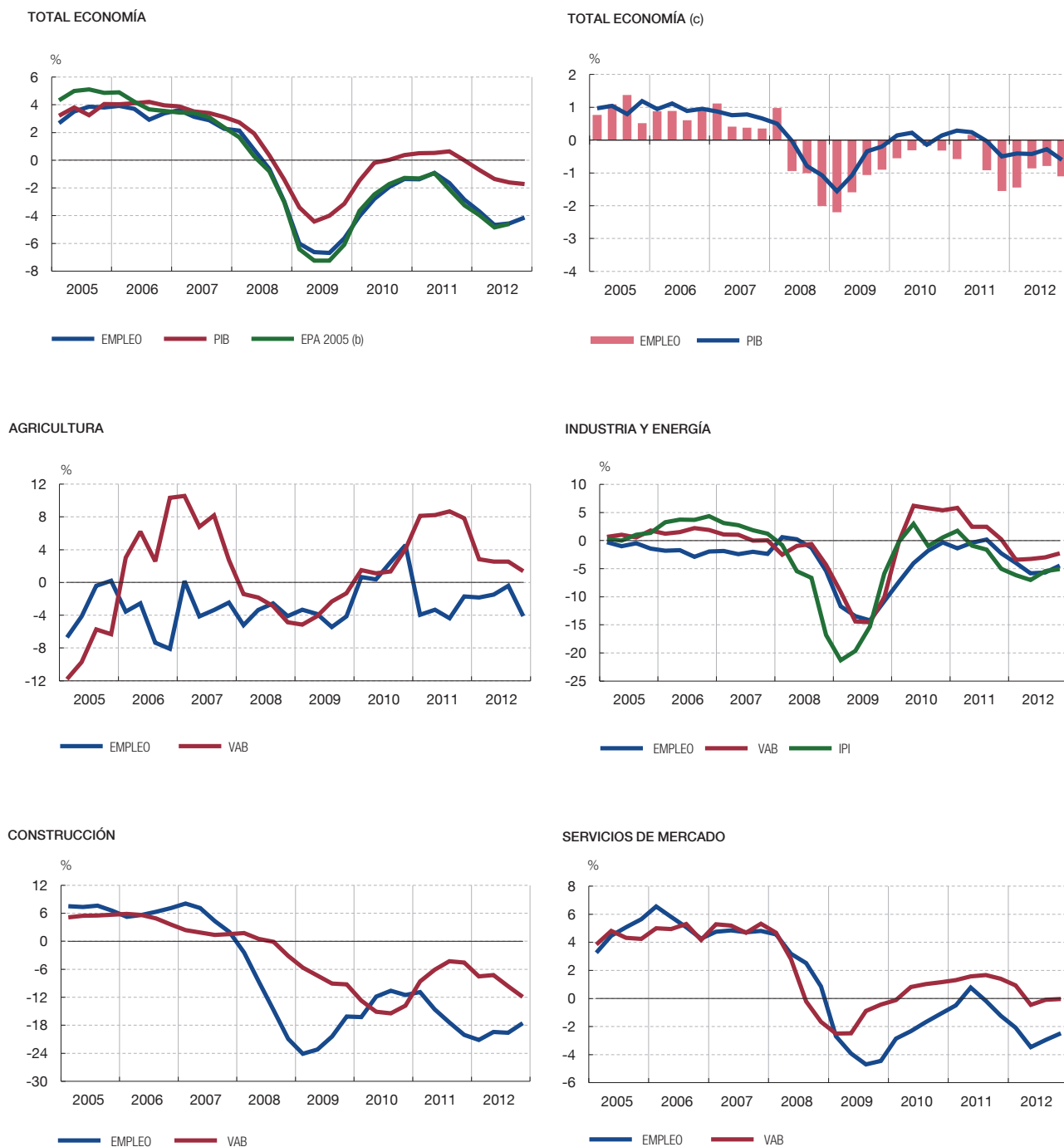
Los indicadores sectoriales disponibles sugieren una moderada intensificación del retroceso de la actividad en las ramas de la economía de mercado durante el cuarto trimestre. Al menos en parte, esta evolución se habría debido a la reversión del efecto positivo que, sobre la actividad del tercer trimestre de algunas ramas industriales y de servicios, tuvo la anticipación de compras previa a la subida de tipos del IVA en septiembre. En este sentido, se estima que en el último trimestre del año el valor añadido bruto de la economía de mercado retrocedió un 0,6 % intertrimestral.

En el caso de la industria, la evolución del IPI en el cuarto trimestre apunta a un deterioro adicional de la actividad, que, junto con el mencionado cambio en la imposición indirecta, podría estar reflejando la desaceleración de la demanda externa. No obstante, las perspectivas para los próximos meses serían algo más favorables. Por un lado, la mejora de la valoración de la evolución futura de los pedidos exteriores, de acuerdo con las encuestas a los directores de compras (PMI), sería consistente con la naturaleza transitoria de parte del retroceso en la demanda tanto interna como procedente del exterior observado durante el cuarto trimestre, por las razones expuestas antes. Por otro lado, a pesar de que el PIVE ya tuvo en noviembre un cierto efecto positivo en las ramas ligadas al sector del automóvil, todavía cabría esperar algún impacto adicional procedente de este programa en los próximos meses. Finalmente, los indicadores cualitativos del sector (esto es, el indicador de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea y el PMI de manufacturas) registraron una modesta mejoría durante el cuarto trimestre, aunque sus niveles siguen siendo muy reducidos.

Por su parte, los indicadores de producción del sector de la construcción siguieron presentando un tono contractivo durante el trimestre. En cuanto a los servicios de mercado, la evolución del indicador de actividad del sector se ha visto muy condicionada por los efectos del alza del IVA sobre el perfil temporal del gasto de los consumidores. En el cuarto trimestre cabría destacar la atonía en las ramas de comercio y hostelería, que son las que tienen un mayor peso en el total. Los indicadores cuantitativos mostraron una evolución más favorable, arrojando ligeras mejoras en el conjunto del trimestre, algo más intensas en el caso de la encuesta a los directores de compras que en el del indicador de opinión de los empresarios del sector elaborado por la Comisión Europea.

Por lo que respecta al mercado laboral, el ritmo de destrucción neta de puestos de trabajo se moderó levemente en el tercer trimestre. En concreto, tanto la Encuesta de Población Activa (EPA) como la CNTR arrojaron una tasa interanual de disminución del empleo del 4,6 %, frente al -4,7 % y -4,8 %, respectivamente, del segundo trimestre (véase gráfico 18). Por ramas de actividad, la caída de la ocupación se acentuó en los servicios de no mercado en 1,2 pp, hasta el -3,2 %, atenuándose, por el





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.
- c Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

contrario, en la economía de mercado, hasta una tasa del  $-4,3\%$ , frente al  $-5,3\%$  del trimestre precedente. Ante esta evolución del empleo, la tasa de paro volvió a elevarse, hasta alcanzar el  $25\%$ ,  $3,5$  pp por encima de la observada un año antes, si bien ese aumento se vio moderado, como en trimestres anteriores, por un descenso de la población activa.

Por lo que se refiere al cuarto trimestre de 2012, las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron una aceleración de una décima en su ritmo de descenso, hasta el  $-3,7\%$  interanual, una vez que se corrige la serie por el impacto de las bajas de los cuidadores no profesionales<sup>1</sup>. Si, además, se corrigen los efectos estacionales, el retroceso intertrimestral de la afiliación fue del  $1\%$ , caída que supera en dos décimas a la observada en el tercer trimestre. La intensificación del deterioro del empleo se concentró en la agricultura y las ramas de servicios. Por el contrario, tanto en la industria como, especialmente, en la construcción se produjo una moderación del ritmo de descenso del empleo en los meses finales de 2012. Dentro del conjunto de los servicios, el creciente deterioro de la ocupación en las ramas de no mercado<sup>2</sup> que se venía observando desde la segunda mitad de 2011 se vio frenado en el tramo final del pasado ejercicio, mientras que, por el contrario, algunas ramas de mercado, como la hostelería, la información y las comunicaciones o el comercio, mostraron una mayor debilidad en ese período. En conjunto, la evolución de los afiliados en el cuarto trimestre sería compatible con una moderación del descenso interanual del empleo en términos de la CNTR, que, no obstante, seguiría en niveles muy elevados, próximos al  $-4,1\%$ .

En lo que respecta al resto de la información coyuntural, los contratos registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) moderaron su descenso interanual en el último trimestre del año, hasta el  $-1,1\%$ . Esta evolución vino dada por el repunte del  $43,7\%$  de los contratos indefinidos, que se concentró sobre todo entre los de tiempo parcial. Los contratos temporales, por su parte, solo moderaron levemente su ritmo de descenso en el trimestre, hasta el  $-3\%$ . En conjunto, no obstante, el peso de la contratación indefinida sobre el total se mantuvo en un nivel reducido, del  $8,5\%$ , similar a los registros observados desde el inicio de la crisis. Por otro lado, no se dispone de información desagregada que permita una valoración detallada de la utilización del nuevo contrato de emprendedores introducido por la reforma laboral de febrero de 2012.

Finalmente, el paro registrado en el SPEE moderó su tasa de crecimiento en los meses finales de 2012, hasta el  $9,6\%$  en diciembre (frente al  $11,3\%$  de septiembre). Esta evolución sería, sin embargo, compatible con un nuevo aumento de la tasa de paro según la EPA para el cuarto trimestre de 2012, hasta acercarse al entorno del  $26\%$ .

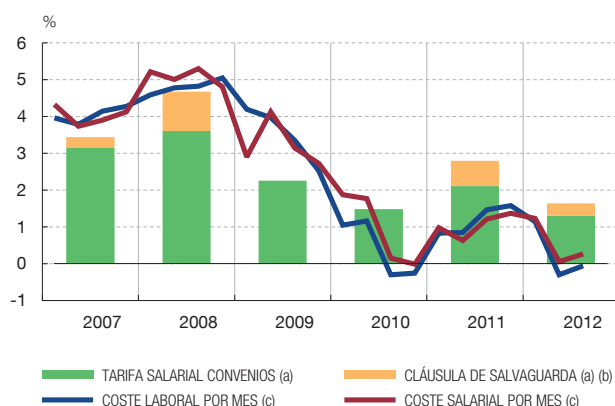
#### 4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados entre enero y diciembre mostraron un incremento de las tarifas salariales del  $1,3\%$  para 2012, en línea con el aumento acumulado hasta el mes de septiembre. Esta subida media fue el resultado de crecimientos muy dispares en los convenios revisados —esto es, los acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores— en comparación con los de nueva firma. Así, mientras que los primeros recogieron aumentos de tarifas más elevados, del  $1,5\%$ , las subidas salariales de los segundos fueron más moderadas, de en torno al  $0,7\%$ , aproximándose así a la recomendación del  $0,5\%$  contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron al comienzo del año (véase gráfico 19). Por otro lado, en los últimos tres meses se ha producido un avance notable de la negociación, aunque el número de trabajadores con

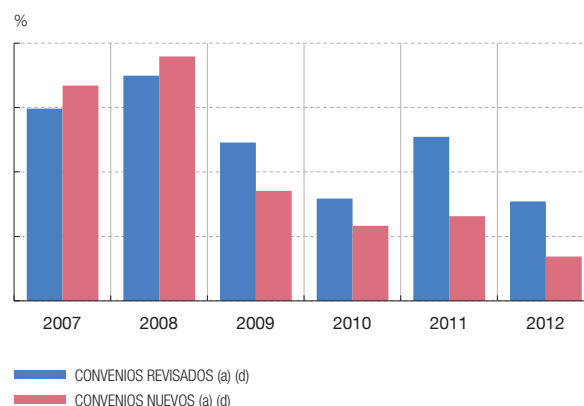
1 Al producirse la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012, los cuidadores no profesionales de personas dependientes dados de alta en la Seguridad Social dejaron de tener derecho, a partir del 1 de noviembre, a la cotización gratuita al sistema, por lo que, desde esa fecha, han tenido que optar entre causar baja o abonar sus propias cuotas. Entre noviembre y diciembre, casi 150.000 afiliados (de los 173.000 que había en esta situación en octubre) han optado por la primera posibilidad. Sin la corrección de este efecto, el descenso de los afiliados a la Seguridad Social en el cuarto trimestre de 2012 fue del  $4,1\%$ .

2 Estas ramas incluyen la agregación de las secciones de AA PP y Defensa, Educación y Sanidad de los regímenes general y autónomo.

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

a El último año, con información de convenios colectivos hasta diciembre de 2012.

b Cláusula de salvaguarda del año anterior.

c ETCL. Tasas de variación interanuales.

d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

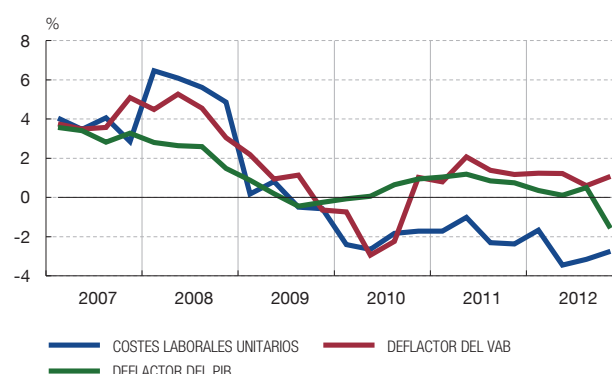
## PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

GRÁFICO 20

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



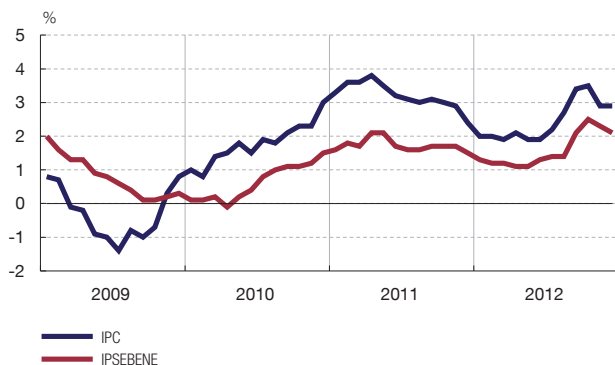
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

convenio cerrado para 2012 se situó en diciembre en 6,1 millones, cifra claramente inferior a la observada en los últimos años.

La remuneración por asalariado registró, de acuerdo con los datos de la CNTR, un crecimiento nulo en el tercer trimestre de 2012 en el conjunto de la economía y un aumento de apenas una décima en el conjunto de ramas de mercado. Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), estas cifras están en línea con la evolución del coste laboral por trabajador, que experimentó un descenso del 0,1 % en ese período. La contención salarial se habría prolongado, de acuerdo con los datos hasta noviembre proporcionados por la Agencia Tributaria sobre la retribución media en las grandes empresas, en el cuarto trimestre. Esta información sería coherente con un leve descenso interanual de la remuneración

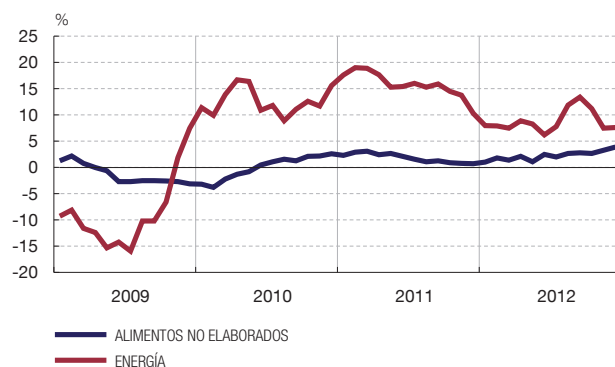
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



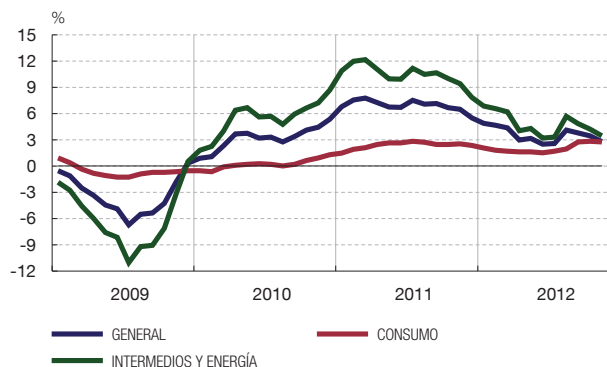
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

por asalariado en la economía de mercado estimada por la CNTR para el conjunto del período (véase gráfico 20).

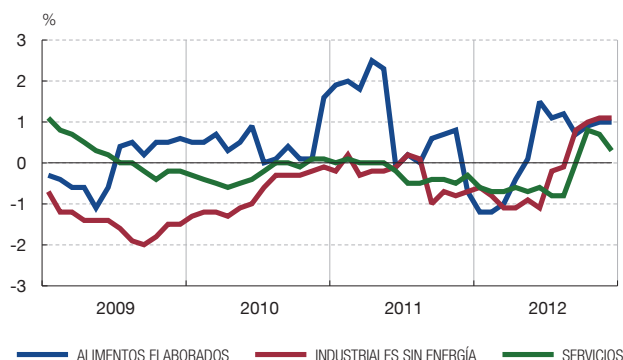
En el cuarto trimestre de 2012, el deflactor del PIB habría mostrado una caída significativa en términos interanuales, que se estima en el  $-1,6\%$ , frente al crecimiento positivo del  $0,5\%$  del trimestre anterior. Desde la óptica de los deflactores de demanda, esta evolución vendría explicada por el impacto de la eliminación de la paga extra de diciembre de los empleados públicos sobre el deflactor del consumo de las AAPP. El comportamiento de los restantes deflactores de demanda no experimentó cambios muy significativos con respecto al tercer trimestre, destacando la ralentización, en casi 1 pp, del deflactor de las importaciones debida a la moderación del precio del petróleo y a la aceleración, estimada en cuatro décimas, en la tasa de crecimiento del deflactor del consumo privado, como consecuencia de la subida de los tipos del IVA.

Al igual que en el caso del deflactor del consumo de los hogares, la tasa de crecimiento del IPC también repuntó en el cuarto trimestre en términos de la tasa media intertrimestral. Sin embargo, si se considera la evolución mensual, se observa una desaceleración notable del IPC en el último trimestre. En concreto, el ritmo de crecimiento de este indicador en diciembre fue del  $2,9\%$ , cinco décimas inferior al de septiembre (véase gráfico 21). Esta evolución fue el reflejo, principalmente, de la trayectoria del componente energético, cuyo crecimiento interanual se redujo entre septiembre y diciembre

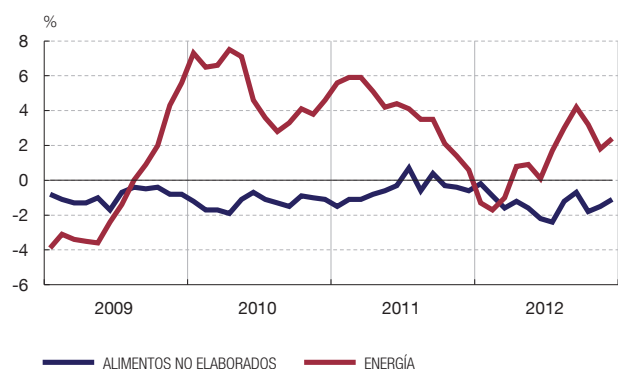
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



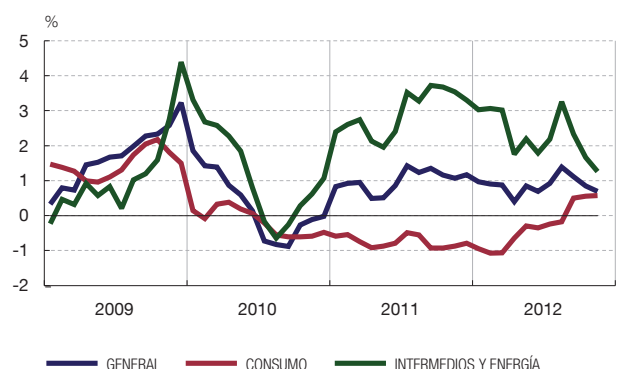
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

en 5,8 pp, hasta el 7,6 %, lo que se explica por el abaratamiento del crudo, pero también por las políticas de fijación de precios de los distribuidores de carburantes, que han conllevado una compresión de sus márgenes durante el trimestre. Los precios de los alimentos no elaborados, por el contrario, se aceleraron en la parte final de 2012, hasta crecer un 3,9 % en diciembre, 1,1 pp más que en septiembre.

La ralentización observada en el indicador general no se trasladó al IPSEBENE, dado que este índice excluye los precios del componente energético, responsables de la moderación del IPC. Así, el IPSEBENE creció en diciembre un 2,1 %, tasa coincidente con la observada en septiembre. Por componentes, la evolución fue dispar. Por un lado, el ritmo de variación de los precios de los servicios mostró una tendencia alcista, alcanzando en diciembre el 2,2 %, frente al 1,8 % de finales del tercer trimestre. En gran parte, este incremento estuvo asociado al incremento de las tasas universitarias. Asimismo, el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados repuntó en dos décimas entre septiembre y diciembre, hasta el 3,1 %, acusando el encarecimiento del aceite. Por el contrario, la variación interanual de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se redujo en medio punto porcentual, hasta el 1,5 %, destacando la moderación de los precios de los automóviles, aunque la ralentización, que se apoyó en el descenso del ritmo de crecimiento de los

Millones de euros y %

	Liquidación					2012: objetivos oficiales (a)
	2011	2011 ene-sept	2012 ene-sept	Variación porcentual 2012/2011 ene-jun	Variación porcentual 2012/2011 ene-sept	Variación porcentual 2012/2011
	1	2	3	4	5=3/2	6
<b>1 RECURSOS TOTALES</b>	379.671	271.161	266.582	-2,3	-1,7	2,3
Recursos corrientes	380.323	274.555	270.050	-1,7	-1,6	2,6
Impuestos sobre producción e importaciones	104.956	78.868	77.761	-3,3	-1,4	0,8
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.626	70.241	70.860	2,4	0,9	10,2
Cotizaciones sociales	140.035	103.676	101.152	-1,8	-2,4	-1,8
Otros recursos corrientes	33.706	21.770	20.277	-6,2	-6,9	3,1
Recursos de capital	-652	-3.394	-3.468	-51,9	-2,2	-99,5
<b>2 EMPLEOS TOTALES</b>	480.111	332.344	331.918	-0,9	-0,1	-3,9
Empleos corrientes	435.514	303.336	302.797	-0,1	-0,2	-0,8
Remuneración de asalariados	123.550	89.054	86.601	-2,4	-2,8	-7,2
Otros gastos en consumo final (b)	92.448	61.075	56.334	-8,1	-7,8	-10,7
Prestaciones sociales (no en especie)	163.809	115.836	120.099	3,6	3,7	4,3
Intereses efectivos pagados	26.120	18.866	22.626	20,6	19,9	33,0
Subvenciones	11.820	7.175	6.224	-14,9	-13,3	-9,3
Otros empleos y transferencias corrientes	17.767	11.330	10.913	0,7	-3,7	-6,5
Empleos de capital	44.597	29.008	29.121	-8,7	0,4	-32,6
Formación bruta de capital	30.696	24.632	15.643	-36,0	-36,5	-35,9
Otros gastos de capital (c)	13.901	4.376	13.478	119,8	—	-33,5
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras (d)	5.136	0	9.963	—	—	—
<b>3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINAN. (3 = 1 - 2)</b>	-100.440	-61.183	-65.336	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-9,4	-5,8	-6,2	—	—	—
Administración Central	-3,4	—	-5,2	—	—	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras (d)	-0,5	—	-1,0	—	—	—
Seguridad Social	-0,1	—	-0,2	—	—	—
CCAA	-5,1	—	-0,9	—	—	—
CCLL	-0,8	—	0,2	—	—	—
<b>PRO MEMORIA</b>						
Saldo primario	-74.320	-42.317	-42.710	—	—	—
Empleos totales excl. ayudas a instituc. financieras	474.975	332.344	321.955	—	-3,1	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e IGAE.

- a Plan Presupuestario Bidual (PPB) 2012-2014: en el Plan se presentan los objetivos en porcentajes del PIB y, a partir de ellos y del PIB nominal del PPB, se recupera el nivel de las variables.  
Las tasas de variación para el caso de las rúbricas de Recursos (Empleos) Totales se han calculado sobre la suma de las partidas presupuestarias así calculadas. Si la tasa correspondiente a los Recursos totales se computara sobre el total agregado implícito en el PPB, entonces la misma diferiría de la mostrada en el cuadro y ascendería al 1,9 %, mientras que la de los Empleos totales se mantendría en la misma cuantía (-4,8 %).
- b Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (Ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.
- c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).
- d La cifra relativa a 2011 se extrae de la Contabilidad Nacional Anual y se hace el supuesto de que afecta únicamente al segundo semestre de dicho año. Para 2012, la cifra se extrae de la Contabilidad Nacional Trimestral.

precios industriales de producción nacional y de importación de estos bienes, tuvo un carácter generalizado.

La moderación de la inflación, medida por el IAPC, fue ligeramente más intensa en España que en el conjunto del área del euro a lo largo del cuarto trimestre, de forma que el diferencial se redujo en una décima entre septiembre y diciembre hasta 0,8 pp (véase gráfico 22). Esta evolución refleja el estrechamiento de los diferenciales de los precios de la energía (1,8 pp) y de los alimentos no elaborados (0,4 pp), que se vio compensado casi en su totalidad por la evolución opuesta del diferencial en términos



Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Avance liquidación 2012 (b)	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-nov	2012 ene-nov	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	104.145	-18,2	120.921	16,1	97.396	108.318	11,2
Impuestos directos	53.382	-9,9	53.915	1,0	49.592	44.666	-9,9
IRPF	33.545	-14,7	28.478	-15,1	32.055	24.522	-23,5
Sociedades	16.611	2,5	19.581	17,9	14.611	17.190	17,7
Otros directos (c)	3.227	-13,7	5.856	81,5	2.926	2.954	1,0
Impuestos indirectos	34.644	-33,2	21.805	-37,1	34.815	21.237	-39,0
IVA	25.355	-34,1	14.235	-43,9	26.190	14.901	-43,1
Especiales	6.325	-38,8	4.605	-27,2	5.884	3.623	-38,4
Otros indirectos (d)	2.965	-1,2	2.965	0,0	2.740	2.712	-1,0
Otros ingresos (e)	16.118	-0,8	45.201	180,4	12.990	42.415	—
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	151.095	-15,9	149.209	-1,2	135.863	136.056	0,1
Personal	27.420	1,7	27.138	-1,0	23.767	23.834	0,3
Compras	4.319	-6,8	3.404	-21,2	3.308	2.586	-21,8
Intereses	22.204	13,1	26.572	19,7	21.955	25.537	16,3
Transferencias corrientes	79.892	-23,7	80.084	0,2	72.905	75.217	3,2
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	0	—	—	—	—
Inversiones reales	6.895	-21,5	7.238	5,0	5.472	4.851	-11,3
Transferencias de capital	10.365	-30,4	4.773	-53,9	8.455	4.030	-52,3
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 – 2)</b>	-46.950	—	-28.288	—	-38.467	-27.738	—
PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
<b>TOTAL</b>	<b>154.690</b>	<b>1,7</b>	<b>158.990</b>	<b>2,8</b>	<b>145.443</b>	<b>147.060</b>	<b>1,1</b>
IRPF	69.803	4,2	72.588	4,0	65.226	65.910	1,0
Sociedades	16.611	2,5	19.581	17,9	14.611	17.190	17,7
IVA	49.302	0,5	48.293	-2,0	48.126	47.216	-1,9
Impuestos especiales	18.974	-4,2	18.528	-2,3	17.480	16.745	-4,2

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de caja.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013.

c Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

e Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

del IPSEBENE, que se amplió en 0,3 pp en ese período. Los diferenciales de los precios de los servicios, bienes industriales no energéticos y alimentos elaborados se situaron, respectivamente, en 0,3 pp, 1,1 pp y 1,0 pp en el mes de diciembre.

El índice de precios industriales moderó su ritmo de avance en el tramo final de 2012, registrando una tasa del 2,8 % en noviembre, 1 pp por debajo del incremento de agosto. Los precios de importación y exportación de productos industriales mostraron un comportamiento análogo, con desaceleraciones respectivas de 1,4 pp y 0,5 pp entre esos meses, evolución que se explica, asimismo, por la trayectoria descendente del componente energético.

Las Comunidades Autónomas (CCAA), por la importancia de sus responsabilidades de ingresos y gastos públicos, desempeñan un papel primordial en el proceso de consolidación presupuestaria. Así, las CCAA reciben la mitad de los ingresos por el IRPF y el IVA y cerca del 60 % de los impuestos especiales, mientras que, por el lado del gasto, y según la última información oficial publicada correspondiente al tercer trimestre de 2012, son responsables de algo más del 60 % del gasto público en remuneración de asalariados y en compras de bienes y servicios y de en torno a un tercio de la inversión del conjunto de las AAPP.

Según los objetivos establecidos, el déficit de las CCAA en términos de Contabilidad Nacional (CN) debería situarse en el -1,5 % y el -0,7 % del PIB en 2012 y 2013, respectivamente. En los últimos meses de 2012, las CCAA han presentado sus proyectos de presupuestos para el año 2013. En el cuadro adjunto se agrega esta información, con la excepción de la relativa a las comunidades autónomas de Cataluña, Galicia y el País Vasco (al haberse retrasado el calendario de presentación de sus presupuestos por la celebración de procesos electorales) y de Navarra (cuyo presupuesto fue recha-

zado por su Parlamento)<sup>1</sup>. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que las cifras del cuadro citado se refieren a los presupuestos iniciales y que no se dispone de la liquidación del año 2012. Cuando se producen desviaciones significativas en relación con los presupuestos iniciales, las tasas de variación sobre presupuestos iniciales dejan de ser, lógicamente, relevantes. Esta salvedad puede ser importante este año, dado que los presupuestos iniciales de las CCAA de 2012, presentados a finales de 2011, fueron objeto de modificaciones importantes con posterioridad, como consecuencia, sobre todo, de la aprobación de los planes de ajuste de numerosas CCAA en la primera mitad del año<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Estas cuatro CCAA han visto prorrogados los presupuestos del año anterior.

<sup>2</sup> De hecho, en el cuadro 8 del texto principal de este informe se presenta lo que se denomina «presupuesto definitivo» de las CCAA del año 2012, que, en relación con los presupuestos iniciales, incorpora las novedades mencionadas en el texto, así como un conjunto de homogeneizaciones contables de los presupuestos de las CCAA realizadas por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas para facilitar la comparación de la información. No se dispone, sin embargo, de momento, de un cuadro similar para el ejercicio 2013, por lo que se ha optado por efectuar la comparación en términos de presupuestos iniciales.

m€ y %

	2009	2010	2011	2012	2013	Tasas de variación			
						2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	114.116	105.707	103.262	100.701	95.196	-7,4	-2,3	-2,5	-5,5
Ingresos corrientes	106.496	98.778	95.948	95.170	89.264	-7,2	-2,9	-0,8	-6,2
Impuestos directos	25.651	20.315	28.241	27.313	26.542	-20,8	39,0	-3,3	-2,8
Impuestos indirectos	32.460	26.312	37.864	37.148	36.788	-18,9	43,9	-1,9	-1,0
Tasas, precios y otros ingresos	3.386	3.382	3.550	3.155	3.467	-0,1	5,0	-11,1	9,9
Transferencias corrientes	44.634	48.441	26.042	26.961	22.034	8,5	-46,2	3,5	-18,3
Ingresos patrimoniales	365	328	252	593	434	-10,1	-23,3	135,6	-26,8
Ingresos de capital	7.619	6.929	7.314	5.531	5.932	-9,1	5,6	-24,4	7,2
Enajenación de inversiones reales	504	462	1.714	477	1.638	-8,2	—	-72,2	—
Transferencias de capital	7.116	6.466	5.599	5.054	4.293	-9,1	-13,4	-9,7	-15,0
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	121.014	120.258	111.716	109.149	101.638	-0,6	-7,1	-2,3	-6,9
Pagos corrientes	97.377	97.981	94.043	95.189	91.093	0,6	-4,0	1,2	-4,3
Gastos de personal	41.059	41.626	39.373	39.462	37.047	1,4	-5,4	0,2	-6,1
Gastos corrientes en bienes y servicios	16.490	16.407	15.674	15.888	15.852	-0,5	-4,5	1,4	-0,2
Gastos financieros	1.655	2.249	2.653	3.902	5.613	35,9	18,0	47,0	43,9
Transferencias corrientes	38.173	37.700	36.343	35.894	32.511	-1,2	-3,6	-1,2	-9,4
Fondo de contingencia y otros imprevistos	0	0	0	43	70	—	—	—	62,3
Pagos de capital	23.637	22.277	17.673	13.960	10.545	-5,8	-20,7	-21,0	-24,5
Inversiones reales	11.798	9.694	7.334	5.407	4.120	-17,8	-24,4	-26,3	-23,8
Transferencias de capital	11.839	12.582	10.339	8.553	6.425	6,3	-17,8	-17,3	-24,9
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (1 - 2)</b>	-6.899	-14.551	-8.454	-8.448	-6.442	—	—	—	—
% del PIB	-0,7	-1,4	-0,8	-0,8	-0,6	—	—	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Comunidades Autónomas y Banco de España.

a No incluye las comunidades de Cataluña, Galicia, Navarra y País Vasco.

De acuerdo con esta información, se prevé un déficit presupuestario del conjunto de CCAA del -0,6 % del PIB en 2013, debido a una disminución de los gastos del 6,9 %, que contrapesaría una caída de los ingresos del 5,5 %. En este último caso, se reducen todas las partidas, con la excepción de las tasas y los ingresos derivados de la enajenación de bienes reales, que aumentan de forma significativa. En cuanto a los gastos, se presupuestan caídas en todos los capítulos, tanto corrientes como de capital, con la excepción de los pagos por intereses, que aumentarían un 43,9 %. En concreto, destaca la reducción de los gastos de personal —del 6,1 %—, que —dado que, como se señaló con anterioridad, la comparación se efectúa con los presupuestos iniciales de 2012— estaría recogiendo

el impacto ya observado de algunos de los recortes aprobados por las CCAA durante 2012<sup>3</sup>, así como una disminución del 24 % de los pagos de capital. De esta forma, las inversiones reales se situarían a finales de 2013 en un nivel de prácticamente un tercio de lo presupuestado en 2008.

3 En efecto, como se observa en el cuadro adjunto, los presupuestos iniciales de las CCAA para 2012 preveían un incremento de los gastos de personal del 0,2 % (respecto a los presupuestos iniciales para 2011), mientras que, con la información hasta octubre de 2012 (véase cuadro 8 del texto principal de este informe), esta partida se reduce un 4,5 %, por lo que la previsión presupuestaria de 2013 estaría incorporando, al menos parcialmente, esta reducción observada de los gastos de personal en 2012.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

Los últimos datos relativos a la actuación de las AAPP en términos de CN corresponden al tercer trimestre de 2012 (véase cuadro 5). No obstante, se dispone de información parcial, principalmente en términos de contabilidad presupuestaria, correspondiente al cuarto trimestre, en particular la relativa a la ejecución presupuestaria del Estado, los tributos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales (AATT) y la Seguridad Social, hasta noviembre (véanse cuadros 6 y 7). Por su parte, los datos más recientes disponibles para las CCAA se refieren al período de enero-octubre (véase cuadro 8). De acuerdo con esta información, el conjunto de las AAPP habría registrado en el período de enero-septiembre de 2012 un déficit de CN de 65 mm (6,2 % del PIB anual), cerca de medio punto porcentual de PIB más elevado que durante el mismo período del año anterior, aunque debe tenerse en cuenta que en 2012 se incluye el impacto derivado de determinadas ayudas a instituciones financieras que aumentaron el gasto público (a través de la partida de transferencias de capital) en una cuantía de un 1 % del PIB.

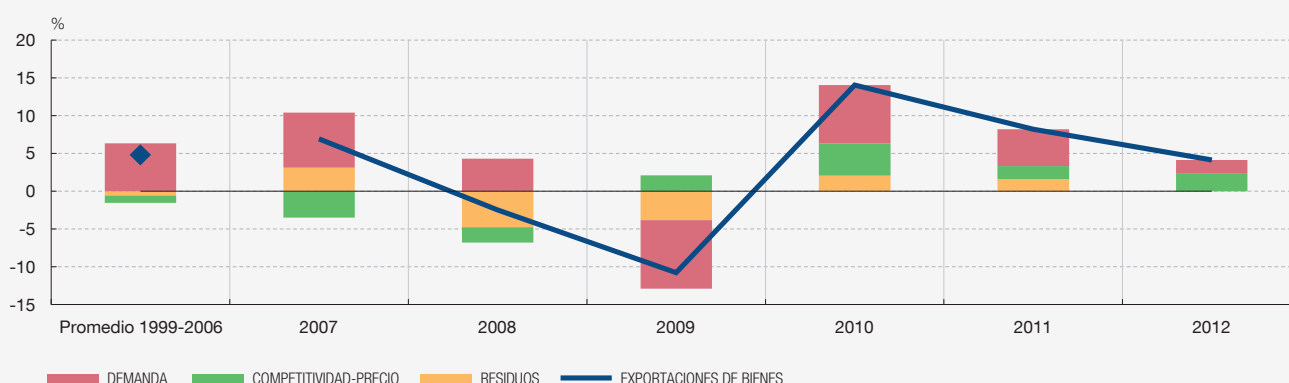
Los datos disponibles para octubre y noviembre apuntan hacia un ajuste sustancial en el déficit en el tramo final del año, lo que resulta coherente con que una buena parte de las medidas presupuestarias aprobadas durante el ejercicio y destinadas a reducir el déficit público hayan concentrado su impacto en los últimos meses de 2012. Así, en el ámbito de los ingresos públicos, según la Agencia Tributaria, se habrían recaudado solo en octubre y noviembre en torno a 7 mm adicionales por medidas impositivas, frente a los 1,5 mm ingresados hasta septiembre. Dichas medidas incluyen el aumento de los tipos del IVA que entró en vigor el 1 de septiembre, así como distintos cambios normativos con impacto en la recaudación del IRPF, el impuesto sobre sociedades y otros impuestos (entre los que se encuentra el gravamen especial de regularización de activos ocultos). Por el lado del gasto, la eliminación de la paga extra de Navidad de los empleados públicos, con efectos principalmente en diciembre, habría supuesto un ahorro superior a los 5 mm, mientras que la decisión del Gobierno de suspender el ajuste de las pensiones a la desviación de la inflación de noviembre con respecto a la revalorización inicial habría conllevado un menor gasto de unos 2 mm. También cabría esperar un cierto impacto adicional en el cuarto trimestre derivado de la aplicación de los planes de consolidación fiscal de las distintas AATT, aunque no se dispone de una cuantificación oficial del mismo.

Las exportaciones españolas de bienes han presentado un comportamiento relativamente positivo en los últimos años, a pesar de la creciente competencia de los países emergentes y de la ralentización de algunos de nuestros principales socios comerciales. Las ganancias de competitividad precio-coste acumuladas frente a los principales competidores —reflejo de la devaluación interna que está experimentando la economía española— y la evolución de nuestros mercados de exportación explicarían

este buen comportamiento (véase gráfico 1)<sup>1</sup>. Con todo, recientemente, el dinamismo de las ventas de España al resto del mundo parece haber sido sistemáticamente superior al que sería compatible con el efecto promedio histórico de estas dos últimas variables,

1 C. García *et al.* (2008): «Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

# 1 EXPORTACIONES DE BIENES REALES Y SUS PRINCIPALES DETERMINANTES: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

# 1 EXPORTACIONES DE BIENES DE ESPAÑA En términos nominales

	Estructura de las exportaciones. Porcentaje sobre el total (%)				Tasas de variación interanual (%)		Contribuciones a la tasa de variación (%)	
	2000	2007	2011	2012 ene-oct	2011	2012 ene-oct	2011	2012 ene-oct
Europa	78,2	77,1	73,6	70,6	14,0	-0,4	10,4	-0,3
UE	73,4	70,7	66,0	62,7	12,6	-1,2	8,6	-0,8
Zona del euro (UEM 17)	60,4	57,1	52,8	49,6	9,6	-2,1	5,3	-1,1
Resto UE	12,9	13,7	13,3	13,1	26,6	2,4	3,2	0,3
Resto de Europa	4,8	6,4	7,6	7,9	27,3	7,2	1,9	0,6
América del Norte (a)	6,6	6,1	5,6	6,1	17,3	-5,4	1,0	-0,3
América Latina (a)	4,4	3,1	4,2	4,8	26,2	20,0	1,0	0,8
Resto de América	0,4	0,4	0,1	0,1	-2,0	-9,7	0,0	0,0
Asia	5,8	6,1	7,9	8,4	20,9	15,3	1,6	1,2
China	0,4	1,1	1,6	1,7	28,0	11,3	0,4	0,2
África	3,3	4,4	5,4	6,7	11,6	31,0	0,7	1,7
Norte de África	2,3	3,1	3,9	5,0	10,8	35,9	0,4	1,4
Magreb	2,0	2,8	3,5	4,5	13,8	35,5	0,5	1,2
Oceanía	0,4	0,7	0,8	1,1	38,3	41,2	0,3	0,3
Sin determinar	0,8	2,1	2,3	2,1	26,7	-6,9	0,6	-0,2
<b>TOTAL MUNDIAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>15,4</b>	<b>4,2</b>	<b>15,4</b>	<b>4,2</b>

FUENTE: Ministerio de Economía y Competitividad.

a México se incluye en América del Norte.

competitividad precio-coste y mercados de exportación. Esto último sugiere la existencia de otros factores, de muy diferente naturaleza y difíciles de recoger en las ecuaciones de demanda de exportación, que estarían contribuyendo positivamente al avance de las exportaciones españolas de bienes. Entre ellos, cabría mencionar las mejoras en la competitividad no-precio, los aumentos en la variedad de productos exportados, los cambios en la orientación geográfica de las exportaciones o la ampliación de la base exportadora, esto es, del número de empresas españolas que exportan.

Los cambios en la estructura productiva de un país, propiciados por la reasignación de factores productivos entre sectores, se producen de forma gradual, por lo que parece poco probable que la composición por productos de las exportaciones españolas haya cambiado considerablemente desde el inicio de la crisis. En cambio, sí se observa una reorientación de las exportaciones españolas hacia mercados de fuera de la zona del euro. Según los datos agregados de Aduanas, las exportaciones, en términos nominales, crecieron en los diez primeros meses de 2012 un 4,2 % en tasa interanual (un 15,4 % en 2011). Este aumento se explica por el buen comportamiento de las ventas dirigidas fuera de la zona del euro, ya que las ventas a la UEM descendieron en dicho período (-2,1 %) (véase cuadro 1). Concretamente, las exportaciones a América Latina, Asia y África explican la mayor parte del crecimiento registrado por las ventas al exterior de bienes en el período de enero-octubre de 2012, con tasas de variación del 20 %, 15,3 % y 31 %, respectivamente. La reorientación de las exportaciones españolas se ha producido, en particular, hacia áreas más cercanas culturalmente —América Latina— y geográficamente —Norte de África—, que son zonas con una demanda más dinámica que la media mundial<sup>2</sup>.

2 Este patrón de diversificación sería consistente con lo que sugieren los modelos de gravedad. Véase C. Martín (2011), «Un análisis del destino geográfico de las exportaciones españolas de bienes a través de una ecuación de gravedad». *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

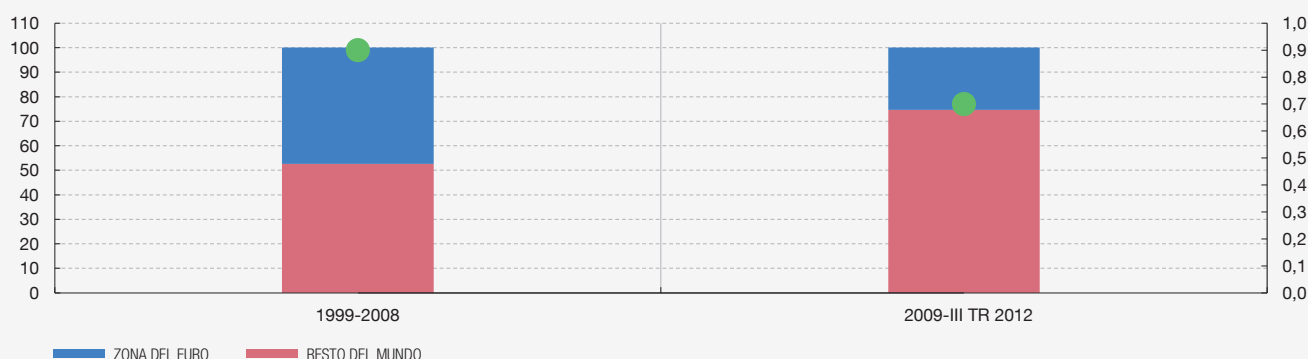
Desde el año 2007, antes del colapso del comercio mundial que tuvo lugar en la parte final de 2008, el peso de las ventas a América Latina y África en el total de las exportaciones españolas de bienes ha aumentado en 1,7 pp y 2,3 pp, respectivamente, hasta alcanzar el 4,8 % (6,3 % si se incluye México) y el 6,7 % del total en los diez primeros meses de 2012<sup>3</sup>. Gracias en parte a esta mayor diversificación geográfica, la aportación del sector exterior al PIB ha sido más positiva en los últimos años. Concretamente, en torno al 75 % de la aportación del total de las exportaciones al crecimiento del PIB entre 2009 y el tercer trimestre de 2012 —equivalente a unos 2 pp del PIB (según la CNTR)— se ha explicado por el aumento de las exportaciones fuera del área del euro, frente a poco más del 55 % en el período de 1999-2008 (véase gráfico 2).

Este proceso de diversificación de las exportaciones se ha producido en paralelo al aumento del número de empresas exportadoras españolas hacia mercados emergentes y áreas en desarrollo, que, dada la debilidad de la demanda interna y de algunos de sus mercados tradicionales más importantes, como Italia y Portugal, se están viendo obligadas a buscar nuevos mercados<sup>4</sup>. Según los datos publicados por el ICEX, elaborados a partir de información de Aduanas, el número de compañías exportadoras españolas ha crecido significativamente en los últimos años, a un promedio anual del 6,1 % entre 2008 y 2011, alcanzando casi las 123.000 empresas al final de ese

3 En el mismo período, las exportaciones a la zona del euro han reducido su peso en las exportaciones españolas en 7,5 pp, mientras que las dirigidas a Asia han aumentado en 2,3 pp, hasta el 8,4 %. En este último caso, a pesar del aumento, las exportaciones siguen siendo inferiores a lo que justificarían las características de ambos mercados.

4 Algunos trabajos encuentran que en España la demanda nacional influye negativamente en el volumen exportado. Véase C. Martínez-Mongay y L. Á. Maza (2009), *Competitiveness and growth in the EMU: The role of the external sector in the adjustment of the Spanish economy*, Economic Papers, n.º 355, *European Economy*.

2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB. EXPORTACIONES DE BIENES. PORCENTAJE ZONA DEL EURO-RESTO DEL MUNDO (a)



FUENTE: Estimación propia a partir de los datos de Aduanas.

a. Los puntos representan la aportación anual media de las exportaciones de bienes al crecimiento del PIB en pp (eje derecho).

período<sup>5</sup>. Además de esta ampliación de la base exportadora, se observa una diversificación de la misma. Así, mientras que en el año 2007 solo el 17 % de las empresas exportadoras españolas vendían sus productos en América Latina, en 2011 lo hacía un 22 % (véase gráfico 3)<sup>6</sup>. Este porcentaje es aún mayor en el caso de las empresas que exportan hacia África y a Asia, de un 32 % y un 25 % del total en 2011, respectivamente, frente a un 30 % y un 22 % en 2007<sup>7</sup>. Algunos países de estas áreas (concretamente, Brasil, China, India, Argelia y Marruecos) se incluyen en los Planes Integrales de Desarrollo de Mercados puestos en marcha por el Gobierno español para fomentar las relaciones comerciales y económicas con determinados países.

A pesar de la mayor diversificación geográfica de la base exportadora alcanzada en los últimos años, la zona del euro sigue el destino principal de nuestras exportaciones, a donde se dirigie-

ron el 53 % del total de nuestras ventas al exterior en 2011, si bien solo un 22 % de nuestras empresas exportadoras vendieron sus productos en dicha área. Por el contrario, y a pesar del elevado número de empresas que exportan a América del Sur, África y Asia, las ventas de bienes a estas áreas continúan teniendo un peso muy reducido en el total de nuestras exportaciones (un 4,2 %, un 5,4 % y un 7,9 %, respectivamente, en 2011). Este resultado podría estar reflejando que las empresas españolas tienen dificultades para consolidar su presencia en estos mercados una vez que comienzan a exportar a los mismos. La evidencia empírica internacional encuentra una relación positiva entre la duración de una relación comercial —estabilidad— y el volumen de exportación que la empresa destina a esos mercados<sup>8</sup>. Según la información del ICEX, las empresas que exportan de forma regular (el 30,3 % del total en 2011)<sup>9</sup>, y que concentran el grueso del volumen exportado (un 91,5 % del total en dicho año), muestran una diversificación geográfica inferior a la del total de la base exportadora. Concretamente, de las empresas que exportaron a la zona del euro en 2011, en torno al 65 % lo hicieron de forma regular, frente al 23 % en el caso de América Latina, el 21 % de África y el 29 % de Asia. Estos bajos porcentajes indican un elevado potencial para el aprovechamiento adicional de las mejores perspectivas de crecimiento de estas áreas.

5 Los datos provisionales referidos al período de enero-octubre de 2012 indicarían que el número de empresas exportadoras habría continuado aumentando en dicho período, a una tasa del 12 % interanual, similar a la registrada durante el conjunto de 2011.

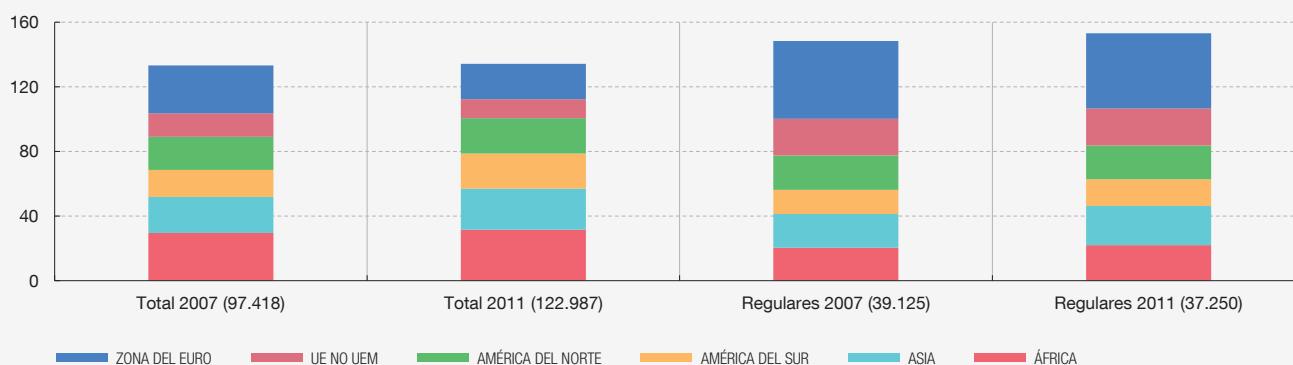
6 Una misma empresa puede exportar a más de una zona, de ahí que la suma de las empresas por áreas sea superior al total.

7 Por países de destino, en el continente africano destacan Marruecos (casi un 50 % de las empresas españolas que exportan a África lo hacen a este país) y Argelia (un 10%). Además, existen otros países hacia los que las exportaciones de bienes de España han crecido mucho. Concretamente, las ventas de bienes a Túnez, Libia, Egipto, Nigeria y Sudán registraron tasas superiores a dos dígitos en los diez primeros meses de 2012. Respecto al número de empresas, la información del ICEX no incluye estos países.

8 T. Besedes and T. J. Prusa (2010), *The role of Extensive and Intensive Margins and Export Growth*, NBER WP series, n.º 13.628.

9 Una empresa regular es aquella que ha exportado durante los cuatro últimos años consecutivos.

### 3 NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS (a) (%/total)



FUENTES: ICEX con base en datos de Aduanas.

a Una empresa puede exportar a más de una zona o país, por lo que la suma del porcentaje de empresas que exportan a las distintas áreas es superior a 100.

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-oct	2012 ene-oct	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	118.019	-1,3	119.883	1,6	97.458	97.189	-0,3
Cotizaciones sociales	106.258	-1,4	107.725	1,4	87.551	85.722	-2,1
Transferencias corrientes	8.338	-3,8	8.930	7,1	7.283	8.564	17,6
Otros ingresos	3.424	8,3	3.228	-5,7	2.623	2.902	10,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	118.436	2,3	119.863	1,2	92.448	94.662	2,4
Personal	2.360	-1,4	2.358	-0,1	1.886	1.861	-1,3
Compras	1.561	-6,5	1.541	-1,3	1.190	1.088	-8,5
Transferencias corrientes	114.244	2,6	115.664	1,2	89.215	91.648	2,7
Pensiones contributivas	99.534	4,0	101.954	2,4	77.799	81.269	4,5
Incapacidad temporal	6.241	-7,3	5.799	-7,1	4.357	3.848	-11,7
Resto	8.469	-5,2	7.911	-6,6	7.059	6.531	-24,7
Otros gastos	272	-23,6	300	10,5	158	65	-59,0
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-417	—	20	—	5.009	2.527	—
PRO MEMORIA							
Servicio Público de Empleo Estatal							
Cotizaciones sociales	20.486	1,4	20.330	-0,8	16.497	16.206	-1,8
Prestaciones desempleo	30.000	-7,0	28.503	-5,0	24.902	26.261	5,5
Sistema Seguridad Social y SPEE							
Cotizaciones sociales	126.743	-1,0	128.055	1,0	104.048	101.928	-2,0

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Ministerio de Empleo y Seguridad Social y Banco de España.

Como resultado de estas medidas, si bien los ingresos de las AAPP mostraban una caída acumulada del 1,7 % hasta septiembre de 2012 en términos de CN (véase cuadro 5), los datos más recientes relativos al total de impuestos (Estado y participación de las AATT) hasta noviembre, en términos de contabilidad presupuestaria, anticiparían una mejoría sustancial en el cuarto trimestre, dado que el agregado de dichas cifras de ingresos, incluyendo la recaudación por impuesto sobre sociedades del Estado, pasó de registrar una caída cercana al 2 % hasta septiembre a un aumento ligeramente superior al 1 % hasta noviembre (véase cuadro 6). Estos datos se encuentran todavía por debajo de la previsión proporcionada por el Gobierno en el Avance de Liquidación para 2012, que, en el caso particular de estos impuestos, asumía un aumento del 2,8 % en el conjunto del año, si bien las medidas tributarias deberían seguir desplegando sus efectos en diciembre. En particular, hay que tener en cuenta que en este mes se ingresará el tercer pago fraccionado del impuesto sobre sociedades. Por su parte, hay que destacar que los ingresos agregados por cotizaciones sociales del Sistema de la Seguridad Social y del SEPE (véase cuadro 7) continuaron en octubre la tendencia a la baja de los primeros tres trimestres de 2012, con tasas de variación negativas (-2 % hasta octubre, en términos de derechos reconocidos), frente al aumento del 1 % proyectado para el año completo. Finalmente, los ingresos propios de las CCAA (véase cuadro 8) también se habrían acelerado en el período disponible del cuarto trimestre, con un aumento de la tasa acumulada desde el -1,8 % en septiembre al -0,5 % en octubre, cifra todavía alejada del incremento esperado en sus presupuestos (12,6 %).



## COMUNIDADES AUTÓNOMAS. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA (a)

CUADRO 8

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Objetivos oficiales 2012 (b)	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-oct	2012 ene-oct	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	126.110	-6,1	138.868	10,1	102.320	103.015	0,7
Ingresos corrientes	120.457	-5,3	130.212	8,1	99.144	100.215	1,1
Impuestos directos	39.873	35,3	49.802	24,9	33.890	42.502	25,4
Impuestos indirectos	46.882	39,0	65.689	40,1	39.109	50.678	29,6
Tasas, precios y otros ingresos	4.769	-14,1	4.539	-4,8	3.689	3.576	-3,1
Transferencias corrientes	28.228	-51,3	9.372	-66,8	22.112	3.084	-86,1
Ingresos patrimoniales	705	70,7	810	14,8	344	375	9,1
Ingresos de capital	5.653	-21,3	8.656	53,1	3.176	2.801	-11,8
Enajenación de inversiones reales	178	-38,1	1.456	—	138	125	-9,2
Transferencias de capital	5.475	-20,6	7.200	31,5	3.038	2.675	-12,0
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	150.211	-4,4	156.645	4,3	116.319	113.793	-2,2
Pagos corrientes	132.490	-1,7	137.301	3,6	104.528	104.567	0,0
Gastos de personal	57.377	-2,4	55.225	-3,8	46.143	44.066	-4,5
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.344	-2,4	31.969	16,9	20.926	24.050	14,9
Gastos financieros	4.555	51,9	6.775	48,7	3.236	4.791	48,1
Transferencias corrientes	43.213	-4,0	42.901	-0,7	34.223	31.660	-7,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	430	—	—	—	—
Pagos de capital	17.721	-20,8	19.344	9,2	11.791	9.226	-21,8
Inversiones reales	7.661	-20,9	8.499	10,9	5.555	4.146	-25,4
Transferencias de capital	10.060	-20,7	10.845	7,8	6.236	5.080	-18,5
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	-24.101	—	-17.777	—	-13.998	-10.778	—
PROMEMORIA							
Ingresos propios	18.972	-10,1	21.356	12,6	15.328	15.254	-0,5
Impuesto sucesiones y donaciones	2.440	-8,3	1.980	-18,9	2.137	2.271	6,3
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	6.412	-19,3	7.388	15,2	5.396	4.632	-14,2
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.769	-14,1	4.539	-4,8	3.689	3.576	-3,1
Otros (c)	5.351	8,2	7.449	39,2	4.107	4.774	16,2

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Los datos relativos a los Objetivos oficiales proceden de la información sobre ejecución presupuestaria mensual de las CCAA publicada el 20 de diciembre de 2012 por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Dichas cifras son el resultado de diversas modificaciones presupuestarias realizadas por las CCAA sobre los presupuestos iniciales. En el caso de los ingresos, las cifras se corresponden con lo que el Ministerio de Hacienda denomina «Previsiones definitivas». En el caso de los gastos, además de las modificaciones sobre los créditos iniciales, las CCAA han alterado los créditos totales declarando algunos como no disponibles. Las cifras de gastos contenidas en esta columna se han calculado como la diferencia entre los Créditos totales (Créditos iniciales + Modificaciones de crédito) y los Créditos declarados no disponibles.

c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido Patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) Impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

Por el lado del gasto, en los tres primeros trimestres de 2012 se produjo una reducción del gasto de las AAPP en términos de CN superior al 3 %, excluyendo el efecto derivado de las ayudas al sector financiero, o tan solo del -0,1 %, si se incluyen. Los indicadores parciales disponibles correspondientes al cuarto trimestre muestran un mantenimiento de la senda de ajuste en los gastos en consumo final y en la inversión pública, que, en el primer caso, se vería acentuada por la supresión de la paga extra de diciembre de los empleados públicos. En dirección contraria, las prestaciones sociales, tanto las relacionadas con el desempleo como las pensiones contributivas, se habrían acelerado en el período de octubre-noviembre. En cuanto al pago de intereses de la deuda, los datos

## BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (a)

CUADRO 9

Millones de euros

		Enero-Octubre		Tasa de variación
		2011	2012	2012/2011(b)
Ingresos	Cuenta corriente	318.221	324.846	2,1
	Mercancías	184.684	191.722	3,8
	Servicios	86.573	91.936	6,2
	Turismo	38.264	38.595	0,9
	Otros servicios	48.310	53.340	10,4
	Rentas	33.752	28.830	-14,6
	Transferencias corrientes	13.211	12.358	-6,5
	Cuenta de capital	5.611	5.997	6,9
	Cuentas corriente + capital	323.832	330.843	2,2
Pagos	Cuenta corriente	349.880	339.756	-2,9
	Mercancías	218.705	214.931	-1,7
	Servicios	56.081	57.344	2,3
	Turismo	10.345	9.972	-3,6
	Otros servicios	45.736	47.372	3,6
	Rentas	54.523	46.353	-15,0
	Transferencias corrientes	20.572	21.128	2,7
	Cuenta de capital	1.157	1.070	-7,5
	Cuentas corriente + capital	351.037	340.826	-2,9
Saldos	Cuenta corriente	-31.659	-14.910	16.749
	Mercancías	-34.021	-23.209	10.812
	Servicios	30.493	34.591	4.099
	Turismo	27.919	28.623	705
	Otros servicios	2.574	5.968	3.394
	Rentas	-20.770	-17.523	3.247
	Transferencias corrientes	-7.361	-8.770	-1.409
	Cuenta de capital	4.454	4.927	473
	Cuentas corriente + capital	-27.205	-9.983	17.222

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

disponibles de CN para el conjunto de las AAPP hasta septiembre (y para el Estado hasta noviembre) muestran un crecimiento elevado, aunque más moderado que el implícito en las previsiones oficiales para 2012.

En resumen, la información disponible para octubre y noviembre de 2012 evidencia una sustancial mejora de los ingresos de las AAPP con respecto a los datos disponibles hasta finales del tercer trimestre de 2012, aunque todavía por debajo de las previsiones oficiales, así como una continuación de las dinámicas de ajuste del gasto observadas hasta septiembre. El cumplimiento de este objetivo dependerá de que las medidas de consolidación fiscal hayan generado los efectos esperados en el tramo final del año. En relación con 2013, en los últimos meses se han dado a conocer los presupuestos iniciales de las CCAA para ese año. El recuadro 4 resume la información agregada de estos presupuestos.

#### 4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

Durante los diez primeros meses de 2012, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital descendió un 63 % con respecto al mismo período del año anterior,

hasta 10 mm de euros (un 1,1 % del PIB; véase cuadro 9). Esta disminución del desequilibrio exterior se explica, fundamentalmente, por la reducción del déficit de la balanza comercial y, en menor medida, por la ampliación del superávit de servicios y la disminución de los pagos netos de rentas al resto del mundo, mientras que, por el contrario, se incrementó el déficit de transferencias corrientes. En concreto, el déficit de la balanza comercial disminuyó un 32 %, hasta los 23,2 mm de euros, debido a la notable mejora del saldo no energético, que alcanzó un superávit, frente al déficit registrado en el mismo período del año anterior. En la dirección opuesta, en el período considerado aumentó la factura energética. Según datos de Aduanas, el déficit energético se amplió hasta 39,7 mm de euros en los diez primeros meses de 2012 (casi 6 mm de euros más que en el mismo período de 2011), mientras que el no energético mejoró hasta registrar un superávit de 11,7 mm de euros (frente al déficit de 5,1 mm de euros de un año antes). El superávit de la balanza de servicios aumentó un 13 %, hasta 34,6 mm de euros, gracias, principalmente, al apreciable incremento del saldo positivo de los servicios no turísticos. Por su parte, el déficit de la balanza de rentas disminuyó un 16 %, hasta 17,5 mm de euros, debido sobre todo a los menores pagos asociados a la inversión de cartera en renta fija, mientras que el saldo negativo de transferencias corrientes se amplió un 19 %, hasta 8,8 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital aumentó un 11 %, hasta 4,9 mm de euros.

## 5.1 Rasgos más destacados

La relajación de las tensiones financieras que se comenzó a observar en agosto y, sobre todo, en septiembre, tras el anuncio y la aprobación de las Operaciones Monetarias de Compra-venta, se prolongó durante el último trimestre de 2012. En este contexto, retrocedieron las rentabilidades de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes y las primas de riesgo y se produjeron aumentos de los índices bursátiles nacionales, que vinieron acompañados de una caída de su volatilidad (véase gráfico 23). Concretamente, el tipo de interés del bono español a diez años y su diferencial con respecto al alemán al mismo plazo cerraron el año en el 5,3 % y en los 400 pb, respectivamente —frente al 6,1 % y los 464 pb de finales de septiembre—. Las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos por las sociedades financieras y no financieras descendieron alrededor de 90 pb. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 se revalorizó un 6 %, una evolución algo menos favorable que la del EUROSTOXX 50, que aumentó un 7,4 %, pero mejor que la del S&P 500, que se contrajo un 1 %. Las pérdidas acumuladas en 2012 por el índice español se redujeron hasta el 4,7 %, mientras que el europeo y el estadounidense registraron unas ganancias superiores al 13 % en el conjunto del año. En el mercado interbancario, los tipos de interés continuaron decreciendo en todos los plazos, de forma que, a finales del ejercicio, el euríbor a un año se situaba en el 0,54 %, 14 pb por debajo del nivel de tres meses antes.

A esta mejoría de la situación financiera en España contribuyeron, además de los factores externos comentados en el epígrafe del área del euro de este Informe, otros elementos idiosincrásicos, entre los que se encuentran, en el ámbito financiero, los avances en el proceso de reestructuración del sistema bancario. Así, durante el cuarto trimestre se aprobaron los planes de reestructuración de las entidades que precisan de ayudas públicas, que supondrán unos importantes ajustes en su actividad y en el tamaño de sus balances. Asimismo, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) transfirió 36.968 millones de euros para recapitalizar las entidades que integran el denominado Grupo 1 (formado por las instituciones nacionalizadas) tras la evaluación positiva del grado de cumplimiento de los compromisos del Memorando de Entendimiento del programa de asistencia financiera llevada a cabo por las autoridades internacionales pertinentes. Al cierre del ejercicio, estas entidades ya habían sido recapitalizadas. Finalmente, se puso en marcha la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria —SAREB, la sociedad gestora de los activos transferidos por los bancos que reciben ayudas públicas, de acuerdo con lo establecido en el citado Memorando—.

En la parte transcurrida de 2013 se ha prolongado la tendencia de mejora en los mercados financieros. En particular, el coste de la deuda pública a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo se han reducido, hasta situarse, en la fecha de cierre de este Informe, en el 5,1 % y los 350 pb, respectivamente, los niveles más bajos registrados desde abril de 2012. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 ha experimentado una ganancia del 5,3 %, superior a las del EUROSTOXX 50 (2,8 %) y del S&P 500 (4,2 %).

En el mercado inmobiliario, los últimos datos del precio de la vivienda libre publicados por el Ministerio de Fomento, correspondientes al tercer trimestre de 2012, evidencian una caída interanual del 9,5 % (véase gráfico 23). La información más reciente procedente de otras fuentes apunta a que durante los últimos meses del pasado ejercicio se prolongó esta pauta descendente.

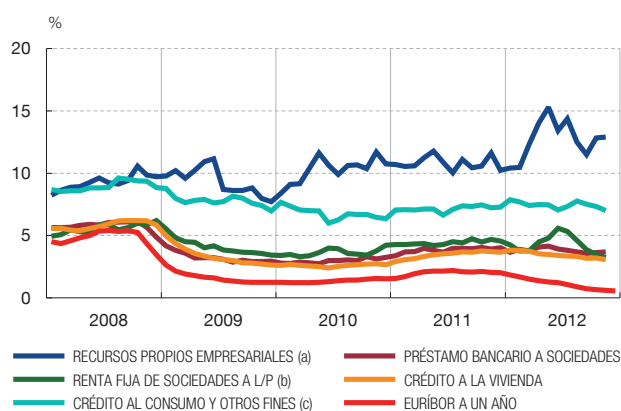
## ÍNDICES BURSÁTILES



## DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



## COSTE DE FINANCIACIÓN



## PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



FUENTE: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.  
c En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.  
d Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

A pesar de la mejora de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas de financiación bancaria, la información más reciente de los tipos de interés de los préstamos bancarios, referida a noviembre, no evidencia signos de descenso en los diferenciales entre el coste de las nuevas operaciones y las rentabilidades de referencia del mercado interbancario, que se mantienen en niveles históricamente elevados.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a noviembre, muestran unos ritmos de caída similares a los de finales del tercer trimestre en el caso de las familias, y superiores en el de las sociedades no financieras. En particular, la contracción del crédito a hogares se mantuvo, en términos interanuales, en el 3,6 %, ya que el mayor retroceso de los fondos para adquisición de vivienda se vio compensado por el menor descenso de los destinados a consumo y otros fines. La contracción de la deuda de las sociedades, sin embargo, se intensificó en los meses finales del año, hasta alcanzar el 4,6 % en noviembre. En términos intertrimestrales, se observa una pauta similar a la que se deduce de las tasas interanuales. La información más reciente del crédito por finalidades, referida a septiembre, refleja que las disminuciones interanuales del saldo

vivo de la financiación bancaria fueron más intensas que las de tres meses antes en todas las ramas de actividad.

Durante el tercer trimestre apenas variaron las ratios de endeudamiento y de carga financiera de las familias, ya que el descenso de los pasivos se vio compensado por las menores rentas. Además, se prolongó la disminución del patrimonio de los hogares, como consecuencia del retroceso de su componente inmobiliario. En el caso de las sociedades no financieras, de acuerdo con los datos de las Cuentas Nacionales, se habría producido un recorte en las ratios de deuda y de pagos por intereses sobre los excedentes empresariales, ya que la contracción de los pasivos habría venido acompañada de un incremento de los beneficios empresariales. En cambio, la información de la Central de Balances Trimestral (CBT) evidencia una caída sustancial en el resultado ordinario neto de la muestra de compañías colaboradoras (del 24,1 % cuando se compara el acumulado enero-septiembre con el mismo período del año anterior).

La evolución adversa de las rentas de los hogares y de las empresas sigue ejerciendo una elevada presión financiera sobre estos agentes, especialmente sobre los más endeudados. En este sentido, los datos más recientes evidencian nuevos aumentos en las ratios de créditos dudosos, que para el conjunto de los otros sectores residentes se situaron en el 11,4 % en noviembre, 67 pb por encima del registro de septiembre.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos y la contracción de la actividad económica han continuado traduciéndose en nuevos incrementos de las ratios de endeudamiento y carga financiera, hasta situarse en el tercer trimestre en el 77,4 % y el 2,9 % del PIB, respectivamente. La relajación de las tensiones en los mercados financieros de los últimos meses ha mejorado las condiciones de financiación de estos pasivos, lo que se ha reflejado en elevadas peticiones de fondos en las subastas de valores de renta fija y descensos en los costes de emisión.

Los datos procedentes de las cuentas financieras muestran que en el tercer trimestre de 2012 la economía española presentó capacidad de financiación por primera vez desde la entrada de España en la UEM. En términos acumulados de doce meses, continuó registrándose una necesidad de financiación, pero por un importe más reducido que tres meses antes (1,8 % del PIB, frente al 2,7 % registrado entonces) (véase cuadro 10). Este comportamiento obedeció al incremento del ahorro de las instituciones financieras y, sobre todo, de las sociedades no financieras, que compensó la caída del saldo acreedor de los hogares y el ligero avance del saldo deudor de las Administraciones Públicas. Además, la relajación de las tensiones financieras a partir de agosto propició que se volvieran a registrar entradas netas de capital, excluyendo las operaciones del Banco de España (BE), lo que, junto con la capacidad de financiación de la economía, llevó a una reducción de la posición deudora del BE frente al resto del mundo. Los datos más recientes de la Balanza de Pagos, correspondientes a octubre, muestran que en dicho mes los sectores residentes distintos del BE volvieron a captar financiación externa (tanto en términos brutos como netos) (véase recuadro 6).

En resumen, la relajación de las tensiones financieras que se comenzó a observar en los meses de agosto y septiembre se ha prolongado durante el último trimestre de 2012 y en la parte transcurrida de 2013. Ello se ha reflejado en caídas en el coste de la financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas y en un retorno de la inversión de los no residentes en la economía española. Por otra parte, la traslación progresiva del descenso reciente de las rentabilidades interbancarias al coste de la deuda viva referenciada a estos tipos contribuirá a reducir la carga financiera de los hogares y sociedades

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011		2012		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Economía nacional	-9,6	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-3,2	-3,1	-2,7	-1,8
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-13,4	-6,5	5,5	5,0	4,8	4,2	4,1	3,8	3,9
Sociedades no financieras	-11,5	-6,7	-0,4	1,6	1,7	1,1	0,7	0,9	2,7
Hogares e ISFLSH	-1,9	0,2	5,9	3,4	3,1	3,1	3,4	2,9	1,2
Instituciones financieras	1,9	1,8	1,3	0,9	1,0	2,0	2,1	3,2	4,1
Administraciones Públicas	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,0	-9,4	-9,3	-9,7	-9,9
PRO MEMORIA									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-17,9	-11,6	-1,4	-2,3	0,2	0,6	0,9	0,2	2,1

FUENTE: Banco de España.

a Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

que tienen este tipo de préstamos. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada y persisten ciertos elementos de fragilidad. En particular, las primas de riesgo de los valores de renta fija permanecen en niveles altos y las condiciones de financiación del sector privado no financiero continúan siendo estrictas. Además, la evolución adversa de las rentas sigue dificultando el proceso de desapalancamiento de empresas y familias y elevando la presión financiera soportada por estos agentes.

## 5.2 El sector hogares

El coste de los fondos concedidos a las familias descendió entre septiembre y noviembre, tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda (12 pb, hasta el 3,1 %) como en los destinados a consumo y otros fines, que presenta una mayor variabilidad (51 pb, hasta el 7 %). El diferencial entre estos tipos y las rentabilidades interbancarias de referencia en estas operaciones volvió a elevarse ligeramente (11 pb) en el primer caso, y descendió 45 pb en el segundo.

La financiación de los hogares continuó disminuyendo en noviembre a ritmos similares a los de septiembre (3,6 % en términos interanuales). Esta evolución respondió a una cierta intensificación del retroceso del crédito para adquisición de vivienda (3,5 %, frente al 3,3 % de dos meses antes), que fue compensada por la moderación del descenso del destinado a consumo y otros fines (4,1 %, 0,6 pp menos que en septiembre).

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre la renta bruta disponible (RBD) apenas variaron en el tercer trimestre de 2012, ya que la caída del crédito se vio contrarrestada por la disminución de los ingresos (véase gráfico 24). Asimismo, durante este período se prolongó el perfil descendente de la tasa de ahorro bruto, de la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las amortizaciones y de la riqueza neta, esta última afectada por la pérdida de valor de los activos inmobiliarios.

De acuerdo con las cuentas financieras, en el tercer trimestre de 2012 se intensificó la desinversión en activos financieros que venían efectuando los hogares desde comienzos del pasado año, lo que, en términos acumulados de doce meses, supuso un flujo negativo del 0,9 % del PIB (véase cuadro 11). Las desinversiones fueron generalizadas por instrumentos, aunque adquirieron una mayor intensidad en las rúbricas de valores de renta fija y depósitos. No obstante, la evolución más reciente de estos últimos evidencia un mayor dinamismo, de modo que la tasa



Desde mediados de 2011, la economía española se ha visto seriamente afectada por los distintos episodios de intensificación de la crisis de la deuda soberana del área del euro. El deterioro de la percepción de los inversores internacionales sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas y la solidez del sistema financiero español se ha reflejado en la evolución de la financiación neta del resto del mundo captada por los sectores residentes distintos al Banco de España (BE), que presentó un signo negativo y por un importe muy elevado entre julio de 2011 y el mismo mes de 2012. Los datos más recientes reflejan un cambio en esta tendencia, en el contexto de atenuación de las tensiones financieras comentado en el texto principal de este Informe.

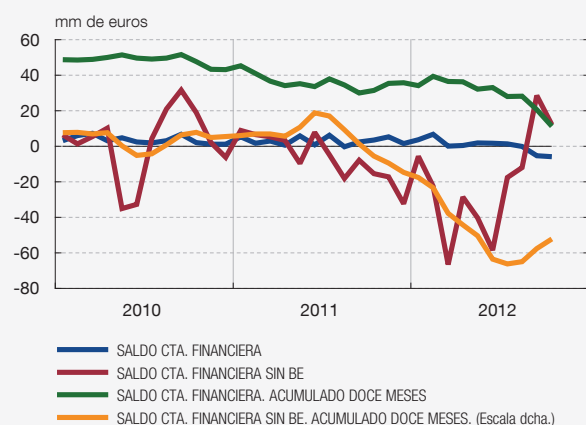
Como se aprecia en el gráfico 1, en términos acumulados de doce meses, las salidas netas de fondos de la economía española, excluyendo el BE, alcanzaron su importe más elevado en julio de 2012 (331 mm de euros, un 31 % del PIB español). Los recursos necesarios para compensar estos movimientos y cubrir las nece-

sidades de financiación de la economía se consiguieron mediante un importante ascenso (359 mm de euros) de los pasivos del BE frente al exterior.

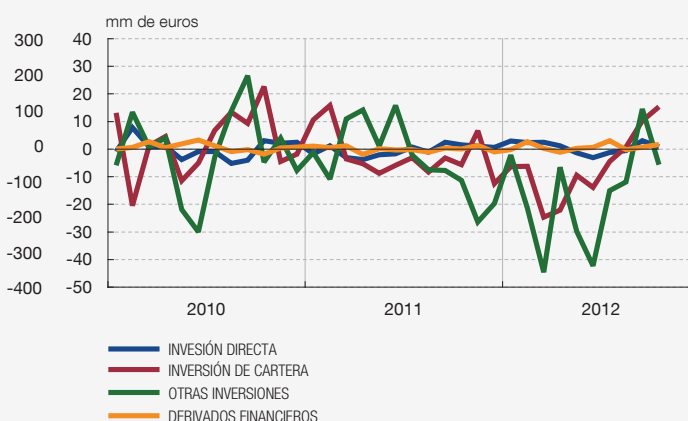
La desagregación por instrumentos (véase gráfico 2) revela que las salidas netas de capitales que se observaron entre julio de 2011 y el mismo mes de 2012 se concentraron en las inversiones en cartera y en la partida «otras inversiones», en la que se incluyen, fundamentalmente, los depósitos interbancarios. Asimismo, estas salidas netas resultaron, fundamentalmente, de la desinversión del resto del mundo en la economía española (292 mm de euros) y solo marginalmente de la inversión de los sectores residentes en activos exteriores (44 mm de euros) (véase gráfico 3).

Las desinversiones en cartera y otras inversiones de los no residentes en España fueron de una magnitud similar (152 mm y 166 mm de euros, respectivamente). En el primer caso, disminuyeron las tenencias de valores emitidos tanto por las denominadas

1 CUENTA FINANCIERA



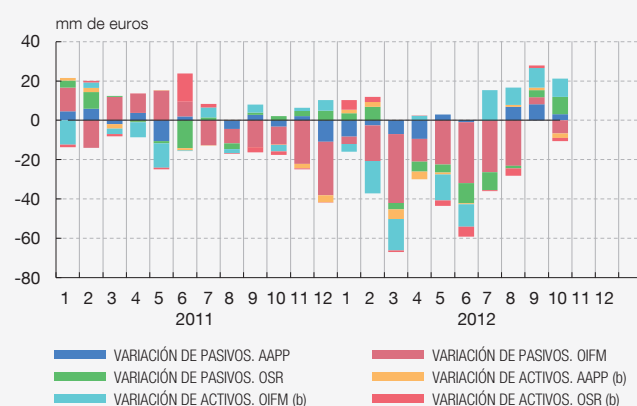
2 CUENTA FINANCIERA (SIN BE) POR SUBCUENTAS



3 CUENTA FINANCIERA SIN BE (a)



4 FLUJOS FINANCIEROS PROCEDENTES DEL EXTERIOR. DESGLOSE SECTORIAL



FUENTE: Banco de España.

a Los derivados financieros se contabilizan como un neto de netos y están asignados a la variación neta de activos.

b La variación de activos mantenidos en el resto del mundo por los agentes residentes se representa con el signo contrario. No incluye la variación de derivados financieros.

«otras instituciones monetarias y financieras»<sup>1</sup> (OIFM) como por las AAPP y los Otros sectores residentes (OSR). En la otra inversión, la caída de las posiciones activas del resto del mundo se concentró en las OIFM, y en concreto en depósitos interbancarios (incluyendo las operaciones que se liquidan a través de entidades de contrapartida central), cuya disminución estaría en parte ligada a la oportunidad que supusieron las subastas extraordinarias del Eurosistema, con unos plazos y costes más favorables que los existentes en el mercado. Así, como muestra el gráfico 2, los retrocesos fueron particularmente elevados en los meses en que se liquidaron dichas subastas (diciembre de 2011 y marzo de 2012), aunque también continuaron en los meses posteriores, en el contexto de la intensificación de las tensiones financieras.

En relación con la evolución de los activos en el exterior, aunque los agentes residentes continuaron reduciendo sus tenencias de valores extranjeros en cartera, como ya venían haciendo de forma más o menos continuada desde mediados de 2007, el flujo de fondos canalizado por esta vía (39 mm de euros) fue inferior a la salida de recursos asociada a la adquisición de activos englobados en la rúbrica «otra inversión» (70,5 mm de euros). El grueso de esta última salida lo protagonizó el sector de las OIFM, en parte como consecuencia de la actividad de la banca extranjera radicada en España, que habría aprovechado también las subastas extraordinarias del Eurosistema para obtener fondos en nuestro país, canalizándolos posteriormente hacia el extranjero (previsiblemente, a sus matrices). La inversión en depósitos del resto de sectores en el resto del mundo, incluidos los hogares y las sociedades no financieras, fue, en cambio, bastante moderada.

Las salidas netas de capitales (excluyendo nuevamente los flujos canalizados a través del BE) se moderaron en agosto, y en los dos meses posteriores (últimos datos disponibles) la economía pasó a captar recursos del exterior por un importe neto acumulado de 41 mm de euros. Ello resultó, a partes prácticamente iguales, tanto de la recuperación de la inversión del exterior en la economía española, que fue positiva por primera vez desde junio de 2011,

como de una liquidación de activos exteriores en manos de los sectores residentes. Además, como se aprecia en el gráfico 4, en septiembre todos los sectores captaron fondos del exterior, lo que no ocurría desde abril de 2011, y en octubre lo volvieron a hacer todos, excepto las OIFM. Por instrumentos, la recuperación se concentró en la inversión en cartera (25,6 mm), mientras que los flujos canalizados a través de la otra inversión y la inversión directa también fueron positivos, pero por importes mucho más moderados (8,9 mm y 3,9 mm). Por lo que respecta a la primera, la adquisición de títulos emitidos por las AAPP y los OSR por parte de los no residentes pasó a ser positiva, mientras que los agentes residentes volvieron a deshacer posiciones en el resto del mundo. La inversión directa (que incluye, fundamentalmente, la materializada en acciones y otros títulos representativos del capital distintos a estas, la financiación de empresas relacionadas y de inmuebles) del resto del mundo en España también fue positiva, y se concentró en el sector OSR, mientras que la de los residentes en el exterior fue negativa, como resultado de una desinversión de las IFM superior al flujo positivo que esta partida mostró para los OSR. Por su parte, en septiembre la captación neta de fondos a través de la otra inversión (14,5 mm) fue resultado tanto del retroceso de los depósitos interbancarios mantenidos por las OIFM residentes en el resto del mundo como de un incremento de los depósitos de los agentes foráneos en entidades de crédito españolas. En octubre, en cambio, el importe neto de recursos captados a través de esta vía pasó a ser negativo (-5,6 mm).

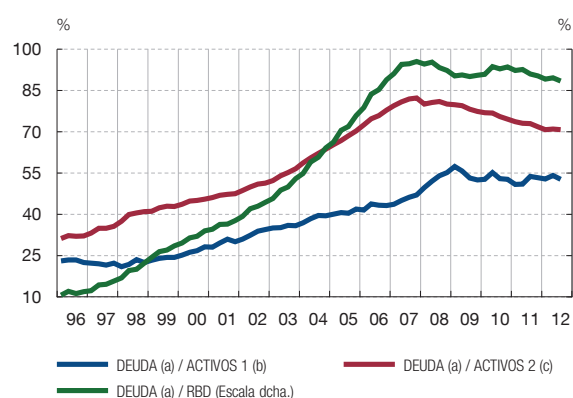
En resumen, los abultados flujos netos de salida de capitales que se registraron entre mediados de 2011 y julio de 2012 en España respondieron, fundamentalmente, a la desinversión del resto del mundo en instrumentos emitidos por los agentes nacionales. Este fenómeno reflejó los problemas de confianza de los inversores extranjeros en nuestra economía, en un contexto de tensiones financieras elevadas, que dificultaban la renovación de los fondos prestados. La relajación posterior de las tensiones ha favorecido el retorno de la inversión exterior a nuestro país, lo que evidencia una cierta recuperación de la confianza del resto del mundo en nuestra economía. Ese retorno, unido a la generación de una capacidad de financiación por parte de la economía en los últimos meses, está permitiendo un descenso de los pasivos exteriores del BE.

<sup>1</sup> Estas incluyen las instituciones financieras y monetarias distintas del banco central.

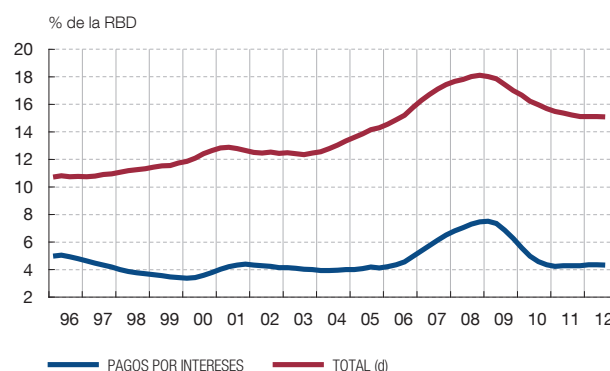
de variación interanual pasó del -3,2 % en septiembre al 0,1 % en noviembre (último dato disponible). Esta evolución está ligada no solo al desplazamiento de fondos desde valores de renta fija (revertiendo el proceso inverso que se observó durante los doce meses previos), sino también a un incremento genuino de la inversión de las familias en pasivos bancarios.

Finalmente, la última información disponible sobre el porcentaje de créditos dudosos de este sector, referida al tercer trimestre, evidencia un aumento tanto en el caso de los concedidos para adquisición de vivienda —de 40 pb, hasta el 3,6 %— como en el de los destinados a consumo y otros fines —de 88 pb, hasta el 8,5 %—.

## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



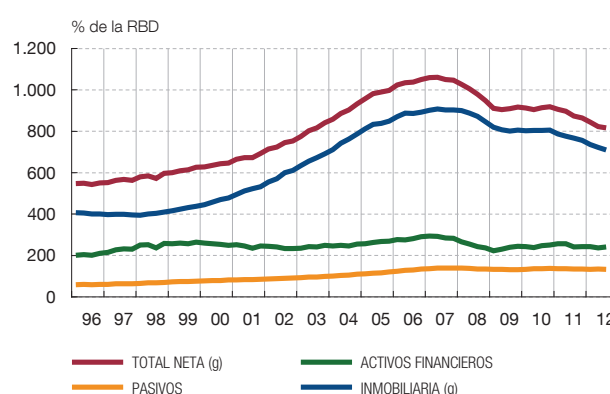
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



FUENTES: Ministerio de Vienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.  
b Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».  
c Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.  
d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.  
e Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.  
f Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.  
g Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

La obtención de fondos por parte de las sociedades no financieras a través del crédito bancario se encareció entre septiembre y noviembre, tanto en el caso de las operaciones por un importe inferior a un millón de euros (8 pb, hasta el 5,6 %) como en el de las de mayor cuantía (17 pb, hasta el 2,7 %). También aumentó el coste de los pagarés y los recursos propios (105 pb y 141 pb, respectivamente), mientras que el de los valores de renta fija a largo plazo se redujo, en línea con el descenso de las primas de riesgo.

De acuerdo con la última información disponible de la encuesta semestral sobre el acceso a la financiación de las pymes que elabora el BCE, entre abril y septiembre de 2012 se incrementó ligeramente el porcentaje de empresas españolas de este tipo que percibió un descenso en la disponibilidad de crédito. Estas sociedades preveían un deterioro adicional en su acceso a financiación en los seis meses siguientes, aunque más moderado que el registrado en esta edición de la encuesta. En este contexto, la proporción de pequeñas y medianas compañías cuyas solicitudes de préstamos bancarios fueron rechazadas volvió a aumentar, hasta el 19 %, desde el 16 % del semestre anterior, si bien esta ratio se mantiene por debajo del máximo alcanzado en la segunda mitad de 2009 (25 %). Por último, las pymes percibieron un nuevo endurecimiento de las condiciones de los préstamos

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

**CUADRO 11**

Porcentaje del PIB

	2009	2010	2011	2012		
				I TR	II TR	III TR
<b>Hogares e ISFLSH</b>						
Operaciones financieras (activos)	4,6	3,9	1,8	1,7	0,9	-0,9
Efectivo	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	0,3
Depósitos	2,4	2,6	0,0	-0,9	-2,0	-2,2
Valores de renta fija (a)	0,7	0,6	1,9	1,8	1,6	0,7
Acciones y otras participaciones (b)	1,1	0,9	0,1	0,6	2,0	1,5
Fondos de inversión	-0,1	-1,7	-0,4	-0,5	-0,6	-0,9
Reservas técnicas de seguros	0,8	0,5	-0,3	0,0	-0,1	0,1
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,6	0,1	0,5	0,5	0,2	0,2
De jubilación	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Resto	-0,6	1,3	0,6	1,0	-0,3	-0,3
Operaciones financieras (pasivos)	-1,3	0,6	-1,4	-1,7	-2,0	-2,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	-0,5	0,0	-2,1	-2,3	-2,8	-3,0
Créditos para adquisición de vivienda (c)	0,1	0,5	-1,1	-1,2	-1,8	-2,1
Créditos para consumo y otros fines (c)	-0,4	-0,3	-0,9	-1,1	-0,8	-0,9
Resto	-0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,9
<b>Sociedades no financieras</b>						
Operaciones financieras (activos)	-9,7	7,1	0,3	-0,9	-2,2	-2,3
Efectivo	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Depósitos	-0,3	0,1	-1,1	-1,9	-2,2	-1,9
Valores de renta fija (a)	-0,6	1,8	1,6	1,6	2,5	2,9
Acciones y otras participaciones	0,6	3,8	-0,4	-0,6	-0,3	-0,6
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	0,2	3,0	0,0	-0,5	0,4	0,4
Crédito comercial e interempresas	-9,4	0,8	-1,6	-1,8	-2,5	-2,9
Resto	0,3	0,5	1,9	1,8	0,3	0,2
Operaciones financieras (pasivos)	-9,3	5,5	-0,8	-1,6	-3,1	-5,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	-3,0	-0,9	-3,6	-3,3	-4,3	-5,0
Préstamos exteriores	-0,1	1,0	0,5	0,6	0,1	-0,5
Valores de renta fija (d)	1,3	0,5	0,5	0,7	0,3	0,4
Acciones y otras participaciones	2,5	3,3	3,0	2,1	2,7	2,3
Crédito comercial e interempresas	-9,3	1,2	-1,7	-1,9	-2,3	-2,6
Resto	-0,6	0,4	0,5	0,1	0,4	0,5
<b>PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)</b>						
Financiación (e)	-0,9	0,4	-2,1	-2,0	-3,0	-3,6
Hogares e ISFLSH	-0,3	0,2	-2,4	-2,7	-3,1	-3,6
Sociedades no financieras	-1,4	0,6	-2,0	-1,5	-2,8	-3,7

FUENTE: Banco de España.

a No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

b Excluye los fondos de inversión.

c Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

e Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

bancarios. En particular, el 71 % de las encuestadas señaló una elevación de los tipos de interés exigidos y un 58 % tuvo que aportar mayores garantías.

La caída de la deuda de las sociedades se intensificó en los meses finales del año, hasta alcanzar el 4,6 % en noviembre, frente al 3,7 % de finales del tercer trimestre, en términos interanuales. El desglose por instrumentos muestra un descenso de los préstamos bancarios (7,2 %) superior al de septiembre (5,9 %), y un mayor dinamismo de los valores de renta

fija, cuyo ritmo de avance aumentó 3,8 pp, hasta el 13,3 %. En términos intertrimestrales anualizados, la tasa de contracción del crédito concedido por las entidades residentes aumentó 0,8 pp, hasta el 8,4 %. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre, refleja que las disminuciones del saldo vivo de la financiación bancaria fueron más acusadas que tres meses antes en todas las ramas de actividad. Así, las tasas de retroceso aumentaron algo más de 1 pp en la construcción, en la industria y en los servicios no financieros ni inmobiliarios, hasta alcanzar el 14,2 %, 7,1 % y 4,4 %, respectivamente, mientras que en el sector de los servicios inmobiliarios el incremento fue menor, de 0,7 pp, hasta el 7,7 %.

Los datos más recientes de las cuentas financieras, referidos al tercer trimestre de 2012, muestran que la posición acreedora del sector de sociedades no financieras se incrementó notablemente, hasta alcanzar el 2,7 % del PIB (frente al 0,9 % del trimestre anterior), en términos acumulados de doce meses. El aumento del saldo acreedor, junto con el descenso de sus adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en un incremento del indicador «brecha de financiación», el cual aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente y el ahorro bruto de las empresas, que alcanzó el 2,1 % del PIB en el tercer trimestre, frente al 0,2 % de junio.

De acuerdo con los datos de las Cuentas Nacionales, las ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre los excedentes empresariales de las sociedades no financieras continuaron reduciéndose en el tercer trimestre de 2012 gracias tanto a la caída de los pasivos exigibles como al incremento de las rentas que recoge esta fuente (véase gráfico 25). En cambio, la información de la CBT recoge una contracción del resultado ordinario neto para la muestra de sociedades colaboradoras del 24,1 % en el acumulado entre enero y septiembre de 2012 con respecto al mismo período de 2011. De esta forma, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios cayeron hasta el 4,4 % y el 5,3 %, respectivamente, frente al 5,1 % y el 6,5 % registrados un año antes. A su vez, la caída del excedente empresarial, unida al ligero incremento de la deuda de estas compañías, resultó en un ascenso de las ratios de endeudamiento y carga financiera sobre resultados de estas empresas. A pesar de esta evolución, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, en cuya construcción tienen un peso más elevado las empresas con mayor capital fijo y empleo, disminuyeron con respecto al trimestre previo, aunque se mantienen en niveles elevados. De cara a los próximos meses, los analistas siguen anticipando nuevas caídas de los beneficios de las empresas cotizadas, aunque a un ritmo menor del que preveían tres meses antes (véase gráfico 26).

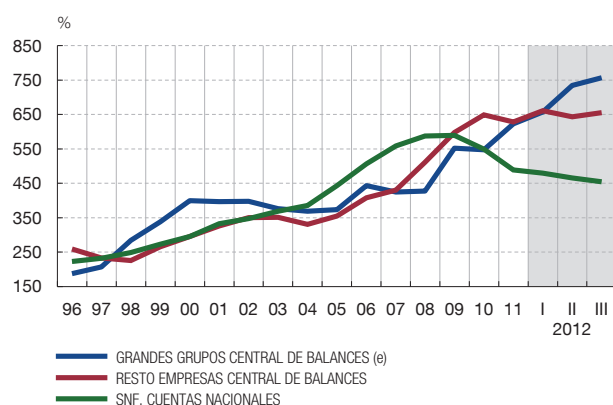
Por último, en el tercer trimestre de 2012 se prolongó la senda ascendente de las ratios de préstamos dudosos a sociedades no financieras. El incremento fue generalizado por ramas de actividad, aunque fue especialmente marcado en las actividades ligadas al mercado de la vivienda. Así, la ratio aumentó 2,84 pp en la construcción y servicios inmobiliarios y 0,81 pp en el resto de sectores (hasta el 29,4 % y el 7,5 %, respectivamente).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

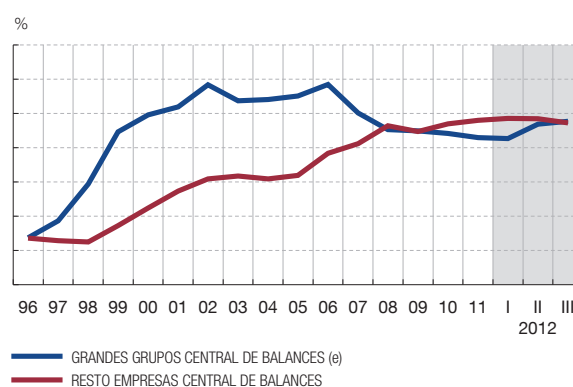
Los datos procedentes de las cuentas financieras muestran que las necesidades de financiación del sector público se situaron en el tercer trimestre de 2012, en términos acumulados de doce meses, en el 9,9 % del PIB, ligeramente por encima de lo registrado en el período abril-junio (9,7 % del PIB) (véase cuadro 10).

La principal vía usada por las AAPP para la captación de fondos en el tercer trimestre fue la emisión de títulos de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, por un volumen

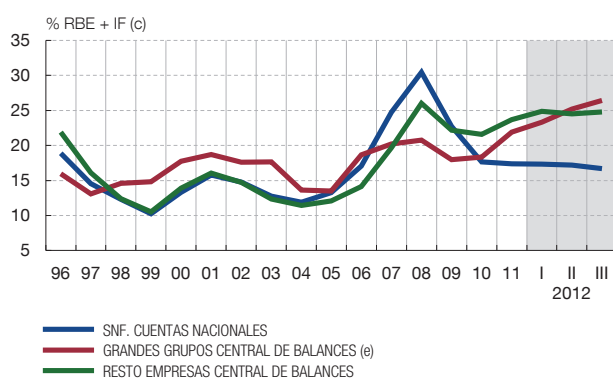
DEUDA (b) / REB + IF (c)



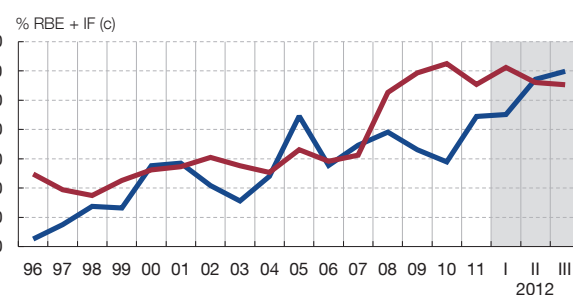
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



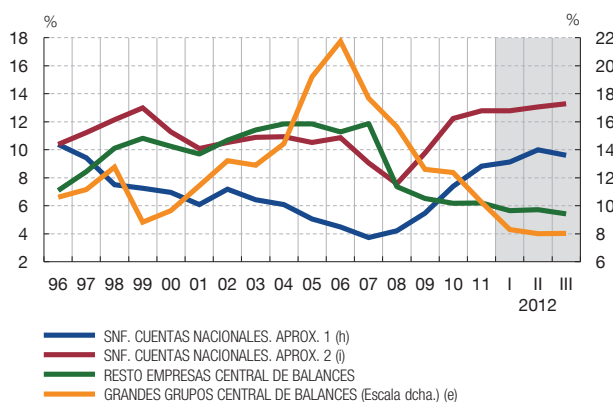
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



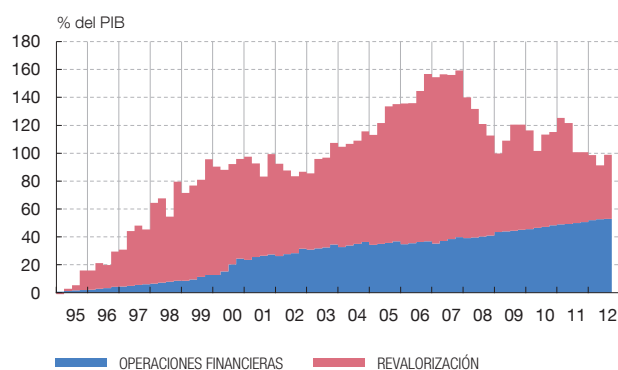
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



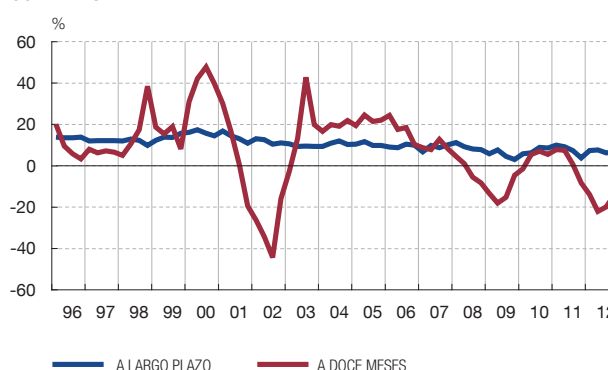
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- h Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

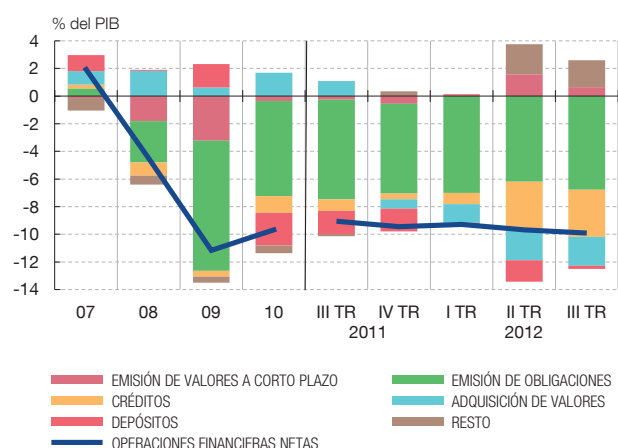
a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

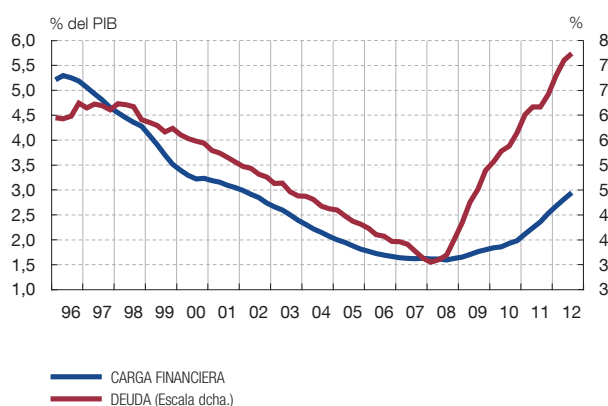
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 27

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

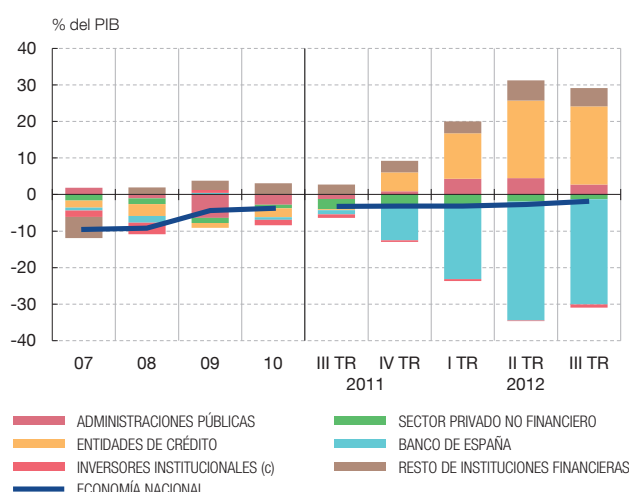
a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

neto equivalente al 6,1 % del PIB trimestral. La financiación neta mediante préstamos bancarios fue negativa, por un importe que supuso el 1 % del PIB trimestral. Por otro lado, el sector público disminuyó las tenencias de activos financieros, especialmente en efectivo y depósitos, aunque en menor medida que tres meses antes. En términos acumulados de doce meses, el flujo asociado a la deuda con valores a largo plazo y al crédito supuso un volumen del 6,8 % y del 3,4 % del PIB, respectivamente, mientras que el nuevo recurso a los valores de corto plazo fue ligeramente negativo (del -0,6 % del PIB) (véase gráfico 27). Por su parte, las tenencias de valores se redujeron por una cuantía del 2,1 % del PIB.

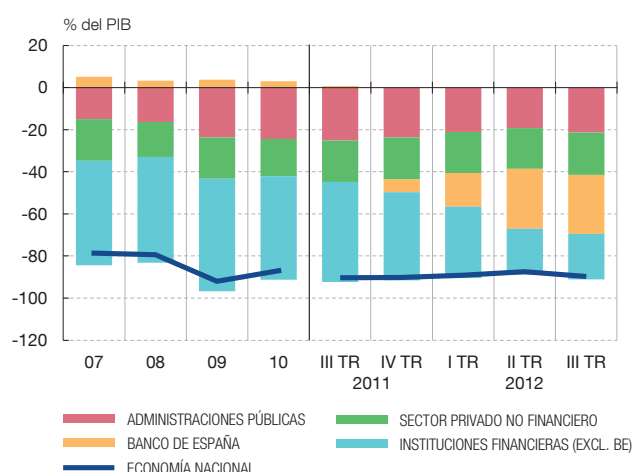
La expansión de los pasivos de las AAPP, unida a la contracción de la actividad económica registrada en el tercer trimestre, se tradujo en un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector como porcentaje del PIB, que alcanzó el 77,4 % (2,4 pp más que en junio). Asimismo, el incremento de la deuda pública, junto con el leve ascenso de su coste



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

- a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.  
b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.  
c Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

medio, resultó en un ligero ascenso de la carga financiera, hasta el 2,9 % del PIB (desde el 2,8 % del segundo trimestre).

De acuerdo con los últimos datos sobre la financiación del sector público, la tasa de variación interanual de la deuda de las AAPP se situó en noviembre en el 15,6 %, 0,3 pp por encima del crecimiento de septiembre. Por instrumentos, esta evolución respondió a la aceleración del crédito (cuyo ritmo de avance aumentó 0,7 pp, hasta el 38,2 %), a una menor caída de los valores de corto plazo, que pasaron de descender un 12,7 % en septiembre a un 6,3 % en noviembre, y a la pérdida de dinamismo de los títulos con vencimiento a largo plazo, cuya tasa de avance se moderó 0,8 pp, hasta situarse en el 14,2 %. Las emisiones de valores realizadas durante los últimos meses tuvieron una favorable acogida de los inversores, en el contexto de la relajación de las tensiones financieras, lo que se reflejó en descensos en el coste de obtención de fondos por esta vía.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

La información de las cuentas financieras relativas al tercer trimestre de 2012 muestra que en dicho período la economía presentó capacidad de financiación, lo que llevó a una nueva reducción de las necesidades de financiación de la economía española, en términos acumulados de doce meses, hasta situarse en el 1,8 % del PIB, 0,9 pp menos que en junio (véase cuadro 10).

La capacidad de financiación registrada en el tercer trimestre del año, junto con la entrada neta de capitales (excluyendo las operaciones del Banco de España), llevó a un descenso del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo, aunque en términos acumulados de doce meses se siguió observando un incremento, que fue, en todo caso, inferior al de tres meses antes (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a octubre, evidencia una continuidad en esta tendencia, que, de acuerdo con el balance del Banco de España, se habría prolongado hasta el cierre del ejercicio.

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

**CUADRO 12**

Porcentaje del PIB

	2009	2010	2011	2012		
				I TR	II TR	III TR
Operaciones financieras netas	-4,3	-3,8	-3,2	-3,1	-2,7	-1,8
Operaciones financieras (activos)	-0,7	-2,6	2,5	2,7	4,7	0,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-3,3	-1,4	0,3	0,9	1,7	1,0
<i>De los cuales:</i>						
Interbancario entidades de crédito	-1,7	-1,3	0,0	0,9	1,2	0,5
Valores distintos de acciones	0,0	-7,1	-1,2	-0,6	-1,0	-2,4
<i>De los cuales:</i>						
Entidades de crédito	1,2	-3,1	0,1	0,3	-0,2	-0,3
Inversores institucionales	-1,0	-2,6	-1,0	-0,8	-0,6	-1,9
Acciones y otras participaciones	1,6	3,2	1,2	0,2	0,5	0,7
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	0,2	3,0	0,0	-0,5	0,4	0,4
Inversores institucionales	0,6	1,0	0,5	0,3	0,3	0,8
Préstamos	0,3	1,0	1,3	1,5	2,7	1,4
Operaciones financieras (pasivos)	3,7	1,2	5,7	5,9	7,4	2,5
Depósitos	-0,5	-0,5	8,8	14,5	19,3	12,7
<i>De los cuales:</i>						
Interbancario entidades de crédito (a)	0,7	-7,5	-3,6	-4,6	-6,6	-5,4
Cesiones temporales entidades de crédito (b)	0,1	5,8	2,7	-1,0	-5,2	-8,6
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	-0,8	0,2	10,6	21,2	33,7	29,1
Valores distintos de acciones	3,5	-2,5	-6,6	-11,4	-15,6	-13,4
<i>De los cuales:</i>						
Administraciones Públicas	5,2	2,0	-0,8	-4,4	-4,6	-3,0
Entidades de crédito	1,0	-1,6	-2,6	-3,7	-5,6	-5,5
Otras instituciones financieras no monetarias	-2,7	-2,9	-3,3	-3,3	-5,5	-4,9
Acciones y otras participaciones	1,0	2,3	2,5	1,3	2,4	2,8
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	0,4	2,4	2,6	1,5	2,7	2,7
Préstamos	0,2	1,4	0,8	1,4	1,3	0,7
Otros neto (c)	-1,1	-1,4	-0,7	-0,6	-0,9	-0,2
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	0,9	2,8	2,7	1,4	1,6	1,3
Inversión directa del exterior en España	0,7	2,9	2,9	1,9	2,6	2,1

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones *repo* bilaterales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

c Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

En el tercer trimestre, la financiación externa captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y con cámaras de contrapartida central experimentó un retroceso equivalente al 14 % del PIB. Sin embargo, la economía española obtuvo fondos en el resto del mundo a través de valores de renta fija, por primera vez desde el primer trimestre de 2011 (aunque la captación de recursos por esta vía volvió a ser negativa en el caso de los emitidos por las instituciones financieras). También fue positiva la inversión de los no residentes en acciones y otras participaciones emitidas por los agentes nacionales, mientras que la inversión directa del exterior en España fue prácticamente nula. En términos acumulados de doce trimestres, la variación de los pasivos del conjunto de la economía

frente al resto del mundo continúa reflejando un aumento, aunque por un volumen sustancialmente inferior al de tres meses antes (2,5 % del PIB, frente al 7,4 % de entonces) (véase cuadro 12).

Por el lado de los activos extranjeros en manos de los residentes, tuvo lugar una desinversión en el tercer trimestre del año por un importe equivalente al 15 % del PIB y generalizada por instrumentos, aunque con mayor intensidad en el caso de los depósitos mantenidos por las entidades de crédito en el mercado interbancario y en valores distintos de acciones. Por su parte, la inversión directa de España en el exterior fue negativa por un importe equivalente al 0,6 % del PIB. En términos acumulados de doce meses, los agentes nacionales aumentaron sus tenencias de activos exteriores en un 0,7 %, frente al 4,7 % del PIB registrado en el segundo trimestre (véase cuadro 12).

El curso de los flujos financieros con el exterior, junto con las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, hizo que la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo apenas variara en el tercer trimestre, situándose en el 90,5 % del PIB, de acuerdo con los datos procedentes de la balanza de pagos. Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor de las Administraciones Públicas y, en menor medida, de los otros sectores residentes, que fue compensado por el descenso de la posición deudora del Banco de España y del resto de instituciones financieras monetarias españolas.

21.1.2013.

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA Y PROYECCIONES A CORTO Y LARGO PLAZO

Este artículo ha sido elaborado por Paula Sánchez Pastor, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Según las cifras del Censo 2011, publicado recientemente, la evolución demográfica española en la última década se caracterizó por un fuerte crecimiento de la población, el mayor registrado tanto en términos absolutos como relativos desde que se lleva a cabo el cómputo de dicha estadística. Así, el número de habitantes aumentó en casi seis millones entre 2001 y 2011, con un incremento de la población extranjera de más de tres millones y medio de personas. Sin embargo, la evolución no fue homogénea a lo largo de esos años; de hecho, tras el estallido de la crisis económica y financiera mundial, los flujos migratorios empezaron a ralentizarse, intensificándose dicha moderación a partir de 2009. Como consecuencia del continuado deterioro económico y del fuerte crecimiento del desempleo, las entradas netas de emigrantes se tornaron negativas en 2011, llegando a producirse incluso una ligera caída en la población total hacia finales de 2012.

Para el análisis de la población española y su evolución, el Instituto Nacional de Estadística (INE) publica dos tipos de información: la del Padrón Municipal de Habitantes —un registro administrativo donde constan los vecinos de cada municipio— y la de los censos demográficos y las Estimaciones de Población Actual, sobre la base de las cuales se realizan las proyecciones de población a corto y largo plazo. Las cifras del Padrón Municipal de Habitantes se revisan a 1 de enero de cada año y son declaradas oficiales por el Gobierno mediante Real Decreto. El último Padrón disponible proporciona datos a 1 de enero de 2012. Los censos, por su parte, se elaboran con periodicidad decenal, dado el carácter más exhaustivo y estructural de la información que proporcionan, y a partir de ellos se llevan a cabo las Estimaciones de Población Actual (también conocidas como *Nowcast*), que ofrecen datos mensuales —aunque se divulgan trimestralmente—. El último censo disponible (Censo 2011) fue publicado en diciembre de 2012. Por otra parte, el INE difunde anualmente proyecciones de población a corto plazo para un período de diez años (las presentadas en noviembre de 2012 alcanzan hasta 2022). Publica asimismo proyecciones a largo plazo, que se estiman con menor frecuencia, parten de las de corto plazo y extienden sustancialmente el horizonte de proyección (hasta 2052 en su última actualización, que corresponde también a noviembre de 2012). Por su parte, Eurostat emite cada tres años (la última vez, en mayo de 2011) sus proyecciones a largo plazo, que abarcan 50 años.

A partir de toda esta información, en el presente artículo se describe cuál ha sido la evolución reciente de la población de España, y se muestran las perspectivas de la evolución demográfica para los próximos años. Asimismo, se analizan el cambio de tendencia en los flujos migratorios y sus efectos sobre el mercado laboral español.

### Evolución reciente de la población española

Dentro del Sistema Estadístico Nacional, las Estimaciones de Población Actual (*Nowcast*) son las que proporcionan las cifras de población más actualizadas y sirven de base para la elaboración de otras estadísticas, como, por ejemplo, la Contabilidad Nacional o la Encuesta de Población Activa (EPA). Las estimaciones *Nowcast* disponibles hasta la fecha (la última corresponde a octubre de 2012) se han realizado a partir de los resultados del Censo de Población de 2001, de los datos observados de mortalidad, fecundidad e inmigración, y de ciertas hipótesis sobre la evolución de estas variables. De acuerdo con la citada información, a 1 de octubre de 2012 la población española se estimaba en 46,1 millones de personas. Hay que subrayar el desfase temporal que existe en este momento entre las

	Censo 2011	Censo 2001	Diferencia respecto al Censo 2011	Estimaciones de Población Actual (a)	Diferencia respecto al Censo 2011	Datos Padrón 2012 (a)	Diferencia respecto al Censo 2011
<b>Población total</b>	<b>46.815.916</b>	<b>40.847.371</b>	<b>5.968.545</b>	<b>46.194.918</b>	<b>620.998</b>	<b>47.212.990</b>	<b>-397.074</b>
De 0 a 15 años (%)	16,0	15,6	0,4	16,1	-0,1	15,8	0,2
De 16 a 64 años (%)	66,7	67,3	-0,7	66,6	0,1	66,8	-0,1
De 65 años y más (%)	17,3	17,0	0,3	17,3	0,0	17,4	-0,1
Tasa de dependencia	26,0	25,3	0,7	26,0	0,0	26,1	-0,1
Población extranjera	5.252.473	1.572.013	3.680.460			5.711.040	-458.567
Porcentaje del total	11,2	3,8	7,4			12,1	-0,9
De 0 a 15 años (%)	15,0	14,7	0,3			15,4	-0,4
De 16 a 64 años (%)	79,6	79,5	0,1			78,4	1,3
De 65 años y más (%)	5,3	5,7	-0,4			6,2	-0,9
Tasa de dependencia	6,7	7,2	-0,5			7,9	-1,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Censos 2011 y 2001, Estimaciones de Población Actual y datos provisionales del Padrón).

a Datos a 1 de enero de 2012.

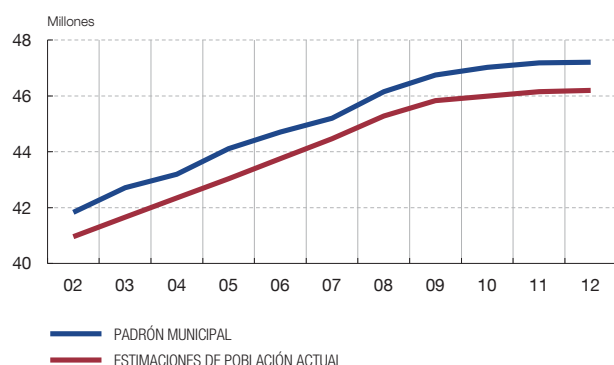
estimaciones *Nowcast* y el censo más actualizado, publicado, como se acaba de señalar, en diciembre de 2012, según el cual la población española a 1 de noviembre de 2011 se situaba en 46,8 millones de habitantes, cifra superior en más de 600.000 personas a la del *Nowcast* de similar fecha (véase cuadro 1). Es de esperar, por tanto, una sustancial revisión al alza en las próximas estimaciones de la población actual y en las subsecuentes proyecciones.

Por su parte, las cifras del Padrón Municipal de Habitantes resultan, como ya se ha mencionado, de la explotación estadística de este registro administrativo y se publican entre seis y doce meses después de la fecha de referencia. La población que se deriva de esta fuente difiere también de la proporcionada por las estimaciones *Nowcast*. En concreto, para la fecha más reciente para la que se encuentran disponibles las cifras del Padrón la población española ascendía a 47,2 millones (según datos todavía provisionales). Las discrepancias entre las cifras del Padrón y las del *Nowcast* obedecen principalmente a las diferencias en el nivel de partida entre ambas fuentes (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1), que se explican en parte por la propia naturaleza del registro administrativo. Con todo, la coexistencia de diferentes cifras de población para una misma fecha de referencia es, sin embargo, una situación generalizada en el ámbito de la estadística oficial internacional. En cualquier caso, la estructura por edades y las tasas de crecimiento de la población son muy similares en el Padrón y en el *Nowcast*.

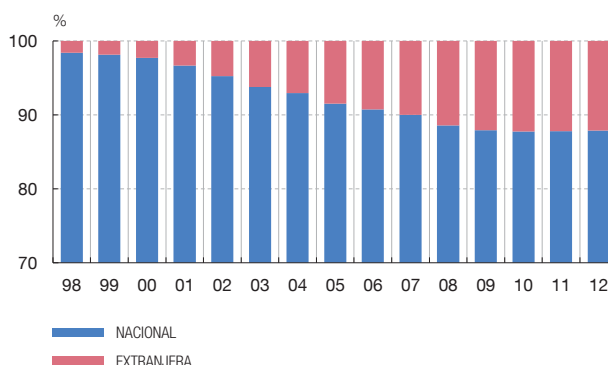
De acuerdo con los datos del Censo 2011, de los 46,8 millones de personas que registraba la población española a 1 de noviembre de 2011, 5,3 millones eran de nacionalidad extranjera, lo que supone un peso sobre el total del 11,2 %. Según las últimas cifras disponibles del Padrón Municipal<sup>1</sup>, ese porcentaje (que sería algo mayor, del 12,1 %) habría registrado poca variación desde 2009 (véase el panel superior derecho del gráfico 1), tras haber ido aumentando gradualmente desde 1998 (en 2000 suponía tan solo el 2,3 %).

<sup>1</sup> Para ver la evolución anual por nacionalidades hay que recurrir a los datos del Padrón, pues el censo solo proporciona una foto fija. En cuanto a las estimaciones de población actual, estas no incorporan información de la población por nacionalidades.

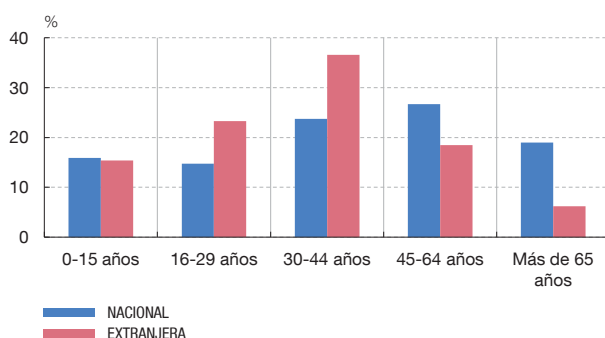
POBLACIÓN TOTAL SEGÚN DISTINTAS FUENTES



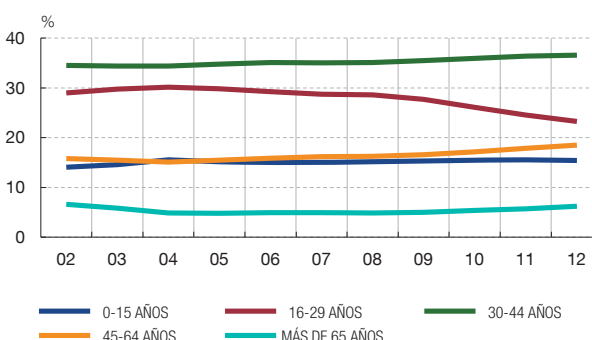
PORCENTAJE DE POBLACIÓN NACIONAL Y EXTRANJERA SOBRE LA POBLACIÓN TOTAL



ESTRUCTURA DE POBLACIÓN POR EDAD. AÑO 2012 (a)



EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN EXTRANJERA POR EDADES (b)



FUENTES: Explotación estadística del Padrón Municipal y Estimaciones de Población Actual, del Instituto Nacional de Estadística.

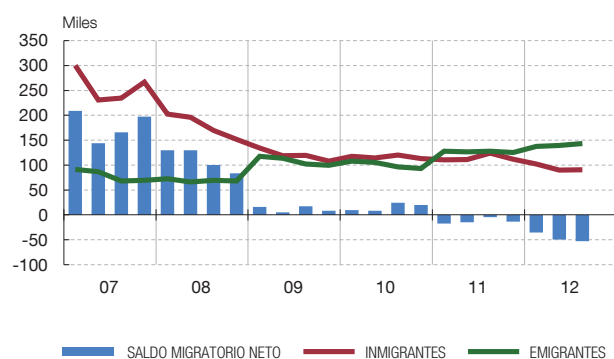
a Porcentaje de población nacional (extranjera) en cada tramo de edad sobre total de población nacional (extranjera).

b Porcentaje de hombres (mujeres).

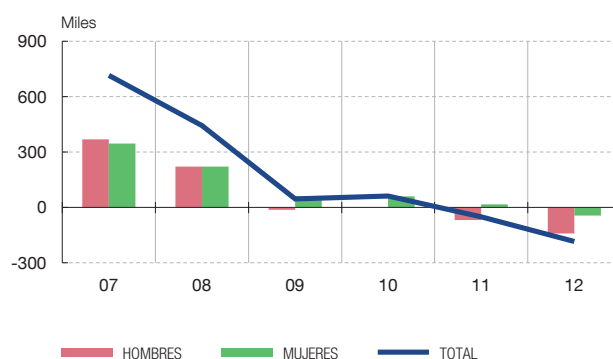
Por tramos de edad, la población nacional tendía a concentrarse en 2012 entre los 30 y los 64 años, mientras que la extranjera se concentraba entre los 16 y los 44 años, siendo su representación entre los mayores de 44 años y, sobre todo, de 65 años relativamente reducida (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). Esta distribución por edades de la población extranjera se ha mantenido relativamente estable a lo largo de los últimos años, si bien se observa recientemente una ligera tendencia al envejecimiento dentro del grupo de población extranjera en edad de trabajar (véase el panel inferior derecho del gráfico 1). En todo caso, la proporción de población en edad de trabajar es mucho mayor entre los inmigrantes que entre los nacionales.

En cuanto a la distribución por nacionalidades de la población extranjera, la mayor parte de ella procede, por orden de importancia, de la Unión Europea, seguida a cierta distancia de América del Sur y de África (39,7 %, 24,2 % y 20,2 %, respectivamente, a 1 de noviembre de 2011). El peso de las distintas nacionalidades ha ido variado, además, en el tiempo. En concreto, se ha producido en los últimos años un fuerte incremento en el porcentaje de población procedente de Rumanía, a raíz de su entrada en la Unión Europea en 2007, ascendiendo el peso de los extranjeros de dicha nacionalidad hasta el 15,2 % del total, el porcentaje más alto (aunque seguido de cerca por los procedentes de Marruecos, con el 14,7 % del total). Por su parte, han ido perdiendo gradualmente peso los inmigrantes procedentes de América del Sur.

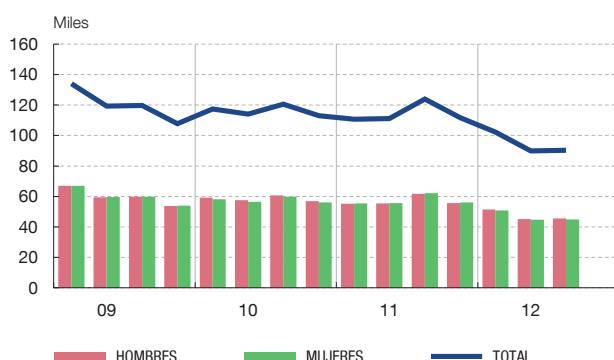
FLUJOS MIGRATORIOS TOTALES



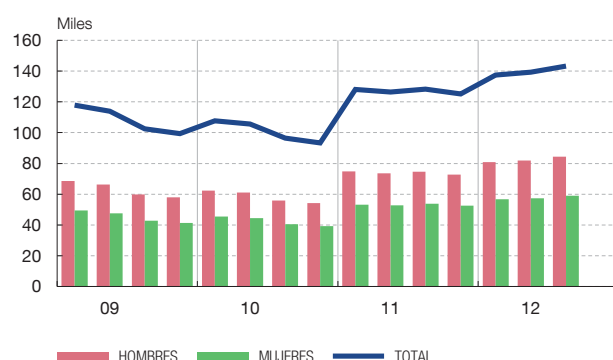
FLUJOS MIGRATORIOS TOTALES (a)



INMIGRANTES



EMIGRANTES



FUENTE: Estimaciones de Población Actual, del Instituto Nacional de Estadística.

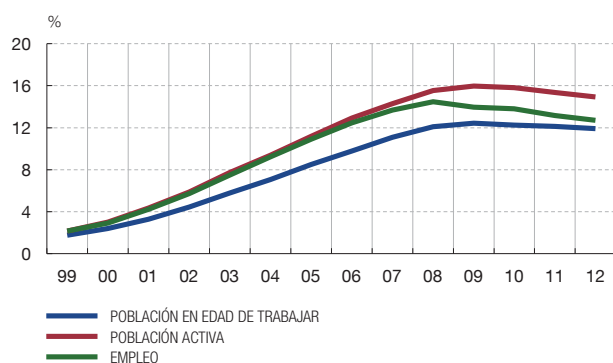
a Los datos de 2012 se refieren a los tres primeros trimestres multiplicado por 4/3.

Para analizar la evolución de los flujos migratorios distinguiendo entre entradas y salidas, así como diferenciando por sexos, hay que recurrir a las estimaciones *Nowcast*. Según estas cifras, la fuerte desaceleración en la migración neta que se inició a mediados de 2008, y se agudizó a partir de 2009, se debió hasta 2010 en mucha mayor medida al drástico descenso en la entrada de inmigrantes que al relativo repunte observado en la salida de emigrantes. No obstante, en 2011, y especialmente en 2012, las crecientes salidas de emigrantes superaron a las decrecientes entradas de inmigrantes, produciéndose unas entradas netas negativas. Por otra parte, mientras que las entradas han continuado estando bastante equilibradas entre hombres y mujeres, las salidas de hombres han venido siendo mayores que las de mujeres, resultando unas entradas netas masculinas prácticamente nulas en 2009 y 2010, y crecientemente negativas desde 2011, y unas entradas femeninas pequeñas pero positivas hasta 2011, aunque también negativas en 2012 (véase gráfico 2).

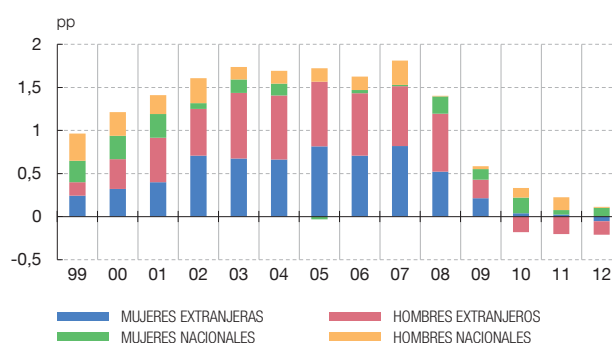
Tanto los elevados flujos migratorios experimentados hasta el comienzo de la crisis como su posterior desaceleración y cambio de signo a partir de 2011 tienen importantes efectos sobre el mercado laboral español, al concentrarse la inmigración en los segmentos de población en edad de trabajar. A partir de los datos de la EPA, el gráfico 3 recoge la evolución del peso de los inmigrantes sobre la población en edad de trabajar, sobre la población activa y sobre el empleo en la última década. Como puede observarse, el peso de los extranjeros sobre cada una de estas tres variables ha pasado de suponer poco más del 1 % en 1998 a niveles superiores al 12 % a partir de 2008, llegando a representar hasta el 16 % en el caso de la



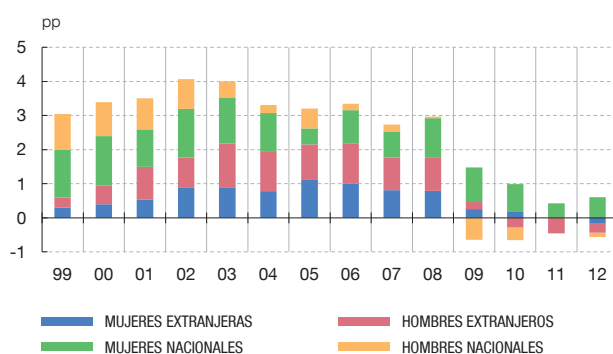
PESO DE LOS EXTRANJEROS EN EL MERCADO LABORAL ESPAÑOL



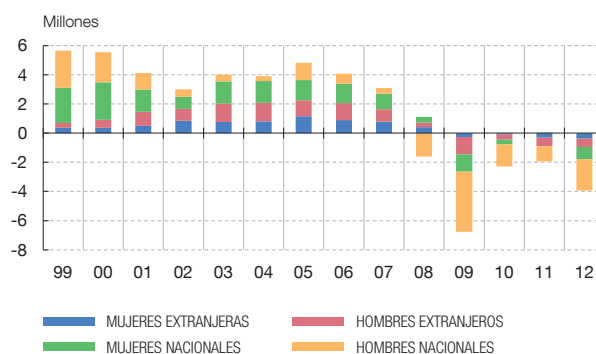
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN ACTIVA



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO



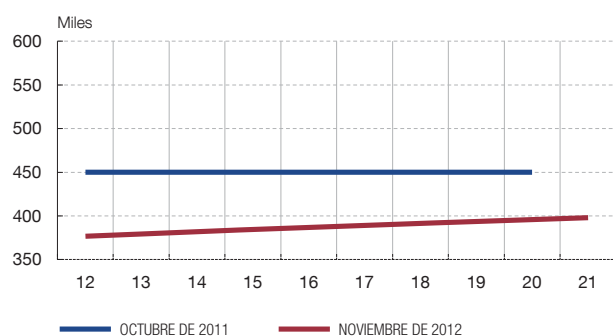
FUENTE: Encuesta de Población Activa, del Instituto Nacional de Estadística.

población activa. En este mismo gráfico se puede observar también el importante aumento de la contribución de la población extranjera al crecimiento de estas mismas variables hasta 2008-2009. Así, en términos de la población en edad de trabajar, la población extranjera explicaba casi un 80 % de su crecimiento medio desde el año 2000; este porcentaje se situaba en algo más del 50 % en el caso de la población activa y del 55 % en el caso del empleo. No obstante, desde 2010 la contribución de la población extranjera al crecimiento de estas tres variables ha sido negativa, perdiendo algo de peso este colectivo en el conjunto de la población activa y, en mayor medida, en el de la población en edad de trabajar.

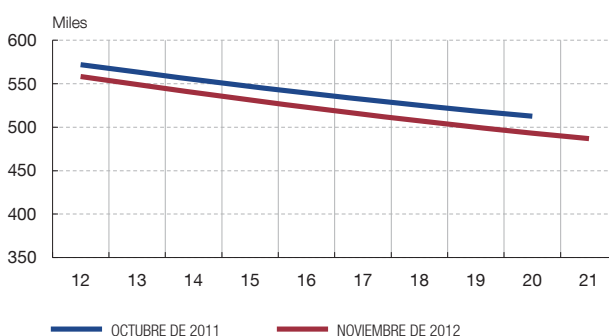
### Proyecciones de población a corto plazo

Las últimas proyecciones de población a corto plazo se publicaron en noviembre de 2012 y su horizonte temporal alcanzaba hasta 2022. En comparación con las anteriores proyecciones, de octubre de 2011, las más recientes incorporan algunos cambios en las hipótesis subyacentes al ejercicio, aunque de pequeña magnitud, como se ilustra en el gráfico 4. En particular, los nuevos supuestos asumen una esperanza de vida ligeramente mayor y una fertilidad algo menor. Por su parte, en lo relativo a la inmigración, tanto las salidas como especialmente las entradas de inmigrantes proyectadas son inferiores a las anteriores, manteniéndose una tendencia decreciente en las salidas y estimándose un ligero repunte en las entradas a lo largo de todo el horizonte de previsión. Así, los nuevos supuestos son unas entradas de inmigrantes que aumentan en menor medida (entre 54.000 y 73.000 personas menos por año), al igual que las salidas (en torno a 16.500 menos por año). Estos dos cambios hacen que las entradas netas de inmigrantes sean menores en media respecto a las anteriormente previstas.

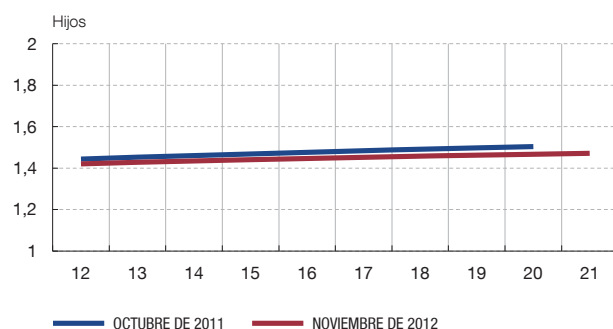
ENTRADAS DEL EXTERIOR



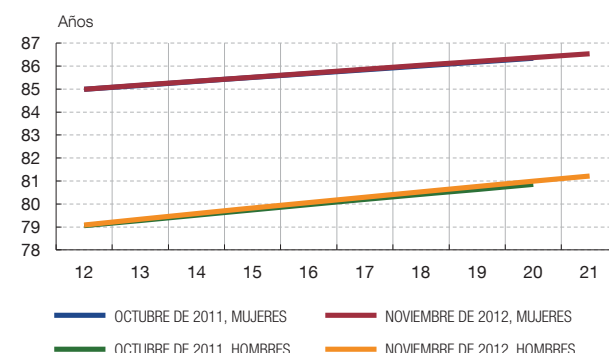
SALIDAS AL EXTERIOR



NÚMERO MEDIO DE HIJOS POR MUJER



ESPERANZA DE VIDA AL NACER



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Hipótesis realizadas en octubre de 2011 y noviembre de 2012, a partir de las Estimaciones de Población Actual disponibles en esas fechas.

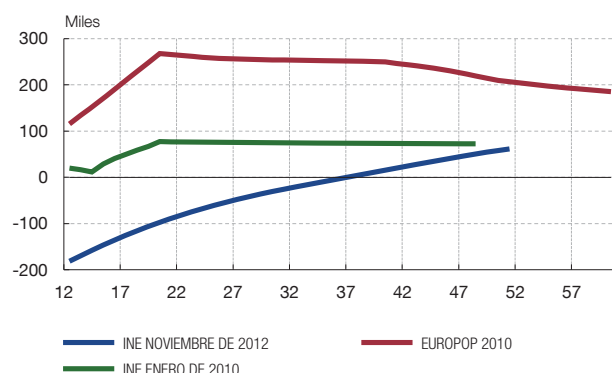
El resultado de estos cambios en las hipótesis puede observarse en los dos paneles superiores del gráfico 6. Las salidas netas de inmigrantes se trasladan al grupo de la población en edad de trabajar, por lo que las previsiones para la población menor de 15 años y mayor de 65 se mantienen prácticamente inalteradas. Así, se sigue estimando una continua caída de la población de entre 16 y 64 años desde el inicio del ejercicio de proyección, aunque ahora algo mayor (0,8 % en media anual, frente al 0,6 % en el ejercicio anterior). Esta asimetría en los efectos sobre los diferentes grupos de edad hace que la tasa de dependencia (porcentaje de población mayor de 65 años sobre la población en edad de trabajar) se incremente en mayor medida en el horizonte de proyección con los nuevos supuestos.

## Proyecciones de población a largo plazo

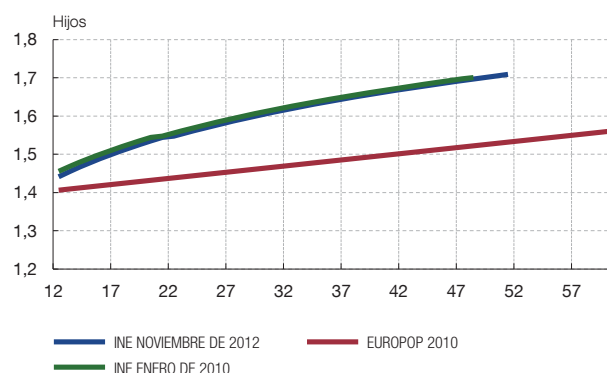
El INE publicó también en noviembre de 2012 un nuevo ejercicio de proyecciones de población a largo plazo, realizado a partir de las Estimaciones de Población Actual y de las proyecciones a corto plazo antes comentadas, y extendiendo el horizonte de previsión hasta 2052. En esta sección se comparan los nuevos resultados con los del anterior ejercicio, de enero de 2010, así como con los resultados del último Europop realizado por Eurostat<sup>2</sup>, que tomaban como base la población observada en 2010.

2 La metodología de las proyecciones de población de Eurostat se basa, aparte de en otros supuestos, sobre la principal hipótesis de que las diferencias socioeconómicas entre los países de la UE y la EFTA desaparecerán en el muy largo plazo, por lo que los valores de los principales indicadores demográficos tienden a converger en dicho muy largo plazo.

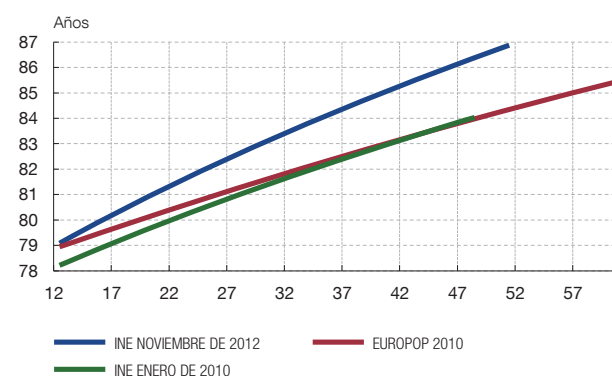
FLUJOS NETOS DEL EXTERIOR (incluye la entrada de españoles)



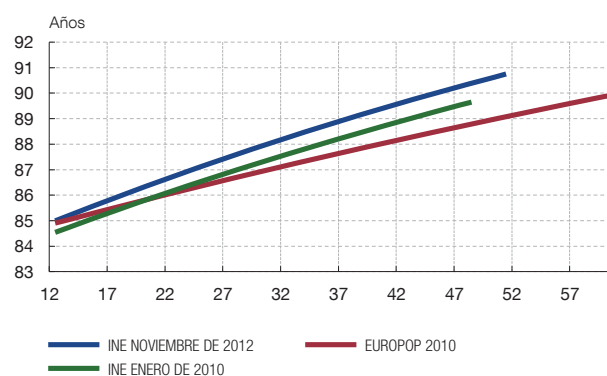
NÚMERO MEDIO DE HIJOS POR MUJER



ESPERANZA DE VIDA AL NACER (HOMBRES)



ESPERANZA DE VIDA AL NACER (MUJERES)



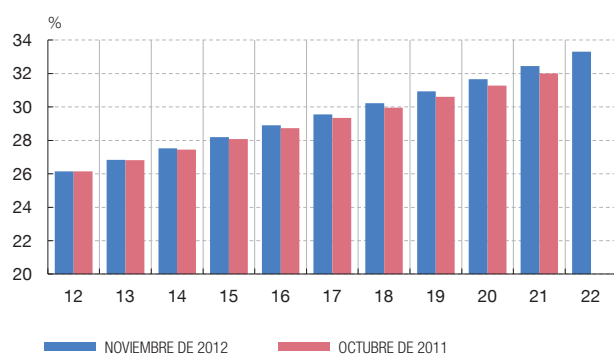
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a Las hipótesis del Instituto Nacional de Estadística fueron realizadas en noviembre de 2012 y enero de 2010, a partir de las Estimaciones de Población Actual disponibles en esas fechas. Las hipótesis de Eurostat son del EuroPOP 2010 y están calculadas a partir de la población existente a 1 de enero de 2010.

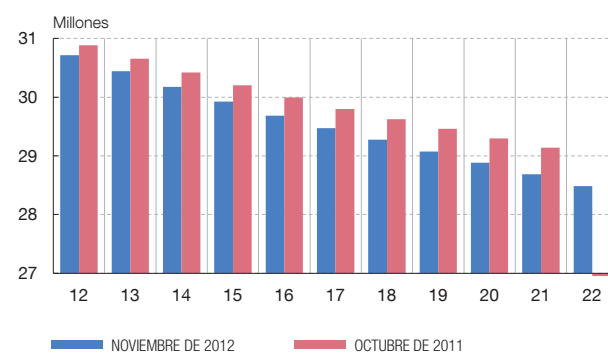
Las principales diferencias en términos de los supuestos subyacentes se muestran en el gráfico 5. En cuanto a la fertilidad, las proyecciones más recientes del INE son similares a las anteriores y reflejan un aumento de la tasa de fecundidad desde 1,44 hijos en 2012 hasta 1,71 en 2051, mientras que en las proyecciones de Eurostat la tasa se eleva de manera más moderada, hasta alcanzar un valor de 1,53 en 2051. Por otra parte, en lo que respecta a la esperanza de vida, el INE ha incrementado en casi ocho años la de los hombres en el horizonte 2012-2051 (hasta 86,9 años, 2,4 años más que las anteriores proyecciones), pero incorpora diferencias algo menos pronunciadas en lo que respecta a la esperanza de vida de las mujeres, que se incrementa en seis años, hasta los 90,8 años, 0,7 años más. Con respecto a los supuestos de la esperanza de vida de Eurostat, las diferencias son algo mayores, de hasta 2,5 años más para los hombres según el INE y de 1,7 años más para las mujeres en 2051.

Las diferencias más importantes, no obstante, se encuentran en los supuestos sobre la inmigración neta a lo largo del período de proyección, que están muy influidos, en el caso del INE, por el comportamiento más reciente de dicha variable, cuya evolución en un horizonte temporal tan dilatado está sujeta a un elevado grado de incertidumbre. Así, mientras que ahora el INE extrapola en sus proyecciones unas salidas netas de población desde los niveles actuales (cerca de 200.000 personas anuales) hasta anularse en 2036

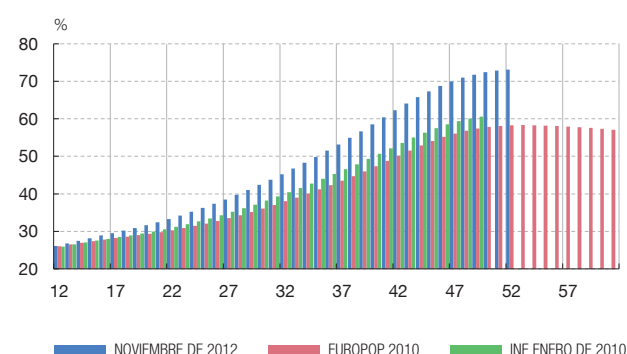
TASA DE DEPENDENCIA, CORTO PLAZO (a)



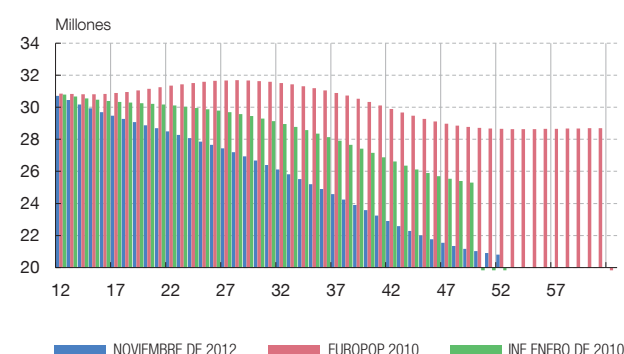
POBLACIÓN 16-64 AÑOS, CORTO PLAZO (a)



TASA DE DEPENDENCIA, LARGO PLAZO (b)



POBLACIÓN 16-64 AÑOS, LARGO PLAZO (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

- a Proyecciones a corto plazo del Instituto Nacional de Estadística realizadas en octubre de 2011 y noviembre de 2012.  
 b Proyecciones a largo plazo del Instituto Nacional de Estadística (enero de 2010 y noviembre de 2012) y Eurostat (Eurostat 2010).

y unas pequeñas aunque crecientes entradas netas positivas a partir de entonces, anteriormente incluía unos niveles moderados de inmigración neta positiva para todo el horizonte de proyección (por encima de las 70.000 personas a partir de 2020); Eurostat, por su parte, proyectaba unas entradas positivas mayores, con una recuperación gradual que alcanzaría su valor máximo en 2020 (en torno a 270.000 personas), hasta situarse alrededor del 50 % de la inmigración (neta) media de los ocho años previos a 2010, para luego converger hacia una inmigración neta nula en el horizonte de 2150.

Los efectos de estos supuestos demográficos se muestran en los dos paneles inferiores del gráfico 6. Al igual que pasaba con las proyecciones a corto plazo, la revisión a la baja del supuesto de inmigración neta provoca que la disminución de la población en el tramo de en edad de trabajar se acelere al alargar el horizonte de previsión, llegando a experimentar una caída media anual del 1 % entre 2012 y 2051, frente al descenso medio del 0,5 % estimado en las anteriores previsiones del INE o del 0,2 % según las proyecciones de Eurostat (ya que estimaba una cierta recuperación entre 2015 y 2032).

Por último, como consecuencia de la mayor caída de la población de entre 16 y 64 años prevista en las últimas proyecciones del INE, así como, en menor medida, del mayor incremento en la esperanza de vida estimado, el crecimiento proyectado de la tasa de dependencia [+65/(16-64)] es bastante más elevado que en las anteriores proyecciones del INE y que en las de Eurostat: hasta 11 puntos porcentuales (pp) y 14 pp mayor, respectivamente.

## Conclusiones

El análisis de las cifras de población muestra que el notable crecimiento demográfico de la última década ha sido el mayor registrado en la historia del censo y que los fuertes flujos migratorios han desempeñado un papel muy importante en dicha evolución. No obstante, a partir de 2008 el deterioro de la situación económica y financiera, y especialmente el incremento del desempleo, provocaron una sustancial desaceleración de las entradas netas de inmigrantes, que se han vuelto negativas desde principios de 2011. Hacia finales de 2012 se registró incluso una ligera caída de la población total, concentrada principalmente en el tramo de la población en edad de trabajar. Las tendencias identificadas se encuentran sometidas a un elevado grado de incertidumbre y son contingentes a los supuestos en los que se basan. No obstante, el aumento de la tasa de dependencia a la que apuntan revela la importancia de las reformas orientadas a asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y el buen funcionamiento del mercado de trabajo.

11.1.2013.



## LA EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS. UN ANÁLISIS DESAGREGADO

Este artículo ha sido elaborado por Álvaro Menéndez y María Méndez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

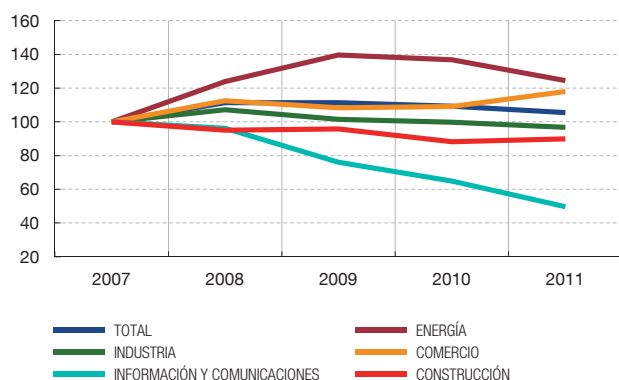
Durante la etapa expansiva anterior al inicio de la crisis se produjo un aumento acusado en el endeudamiento de las sociedades no financieras españolas, que llevó a situarlo, en términos del PIB, en unas cotas muy elevadas tanto desde una perspectiva temporal como en comparación con otros países desarrollados. La necesidad de corregir el excesivo volumen de deuda, junto con la menor demanda de fondos por la caída en los planes de inversión y el endurecimiento de las condiciones de oferta de la financiación, llevaron primero a una rápida desaceleración de los recursos ajenos de las empresas, para pasar más adelante a una pauta de contracción de estos pasivos. En concreto, la información de las cuentas financieras muestra cómo el nivel de deuda<sup>1</sup> en el sector de sociedades no financieras alcanzó su punto máximo en el segundo trimestre de 2009. El retroceso acumulado desde entonces hasta finales de 2011 es de un 4 %. Esta tendencia ha continuado durante 2012, elevándose el descenso acumulado hasta el 7,4 %, de acuerdo con los datos correspondientes al tercer trimestre de 2012 (últimos disponibles).

En este artículo se analiza la evolución de los niveles de deuda en el sector de empresas no financieras en estos últimos años con una perspectiva microeconómica, con el objetivo de identificar potenciales comportamientos diferenciados (por sectores, tamaños y en función del grado de apalancamiento) que la información agregada no permite detectar. Asimismo, se estudia hasta qué punto los niveles de endeudamiento han podido tener efectos sobre las decisiones de empleo e inversión de las sociedades. Para ello se han utilizado las bases de datos de la Central de Balances (CBA y CBB), a partir de las cuales se han construido dos muestras de compañías. Una primera, compuesta por las aproximadamente 180.000 sociedades comunes a los ejercicios 2007 a 2010. Para 2011 (último disponible) se ha confeccionado un segundo agregado con aquellas que, habiendo remitido ya información para ese ejercicio, también forman parte del grupo anterior. En este caso, el número de compañías es sustancialmente menor (50.000), al ser un año que aún se considera abierto y del que, por lo tanto, todavía se están recibiendo datos. Con el fin de corregir los cambios de nivel asociados a la diferente composición de las dos muestras, en este último año los indicadores utilizados se han enlazado convenientemente. Además, se han excluido las sociedades pertenecientes al sector de *holdings*, debido, por un lado, a su escasa relevancia para el ámbito de este estudio —más centrado en analizar la evolución del endeudamiento en los principales sectores productivos nacionales— y, por otro, al intento de evitar posibles duplicidades derivadas de préstamos cruzados entre empresas del mismo grupo.

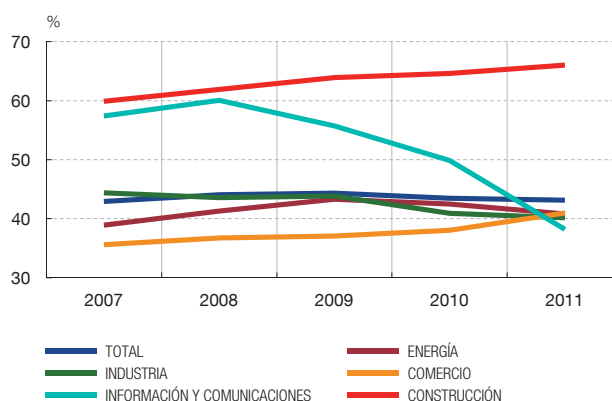
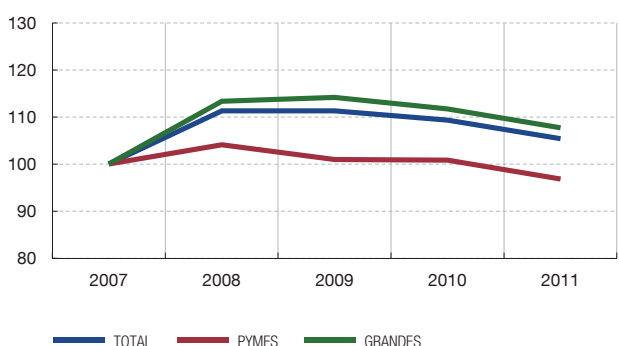
Tras esta introducción, el artículo consta de cuatro secciones. En la segunda se describe la evolución de la deuda y de las ratios de apalancamiento de las empresas, desglosando por sectores y tamaños. En la tercera se analiza el curso de estas variables en función del nivel de endeudamiento de las compañías al principio del período analizado. En la cuarta se estudia hasta qué punto el grado de apalancamiento de las compañías ha afectado a sus decisiones de empleo e inversión. Por último, en la quinta se resumen las principales conclusiones.

<sup>1</sup> A lo largo de este artículo, por «deuda» se entiende todos los recursos ajenos con coste, tales como el crédito bancario y los valores de renta fija.

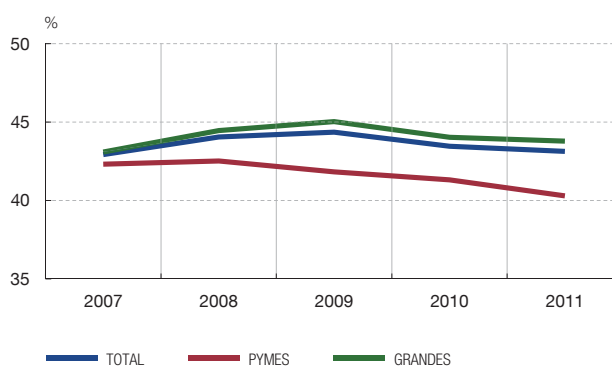


1 NIVEL DE DEUDA. POR SECTOR  
2007 = 100

2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. POR SECTOR (b)

3 NIVEL DE DEUDA. POR TAMAÑO  
2007 = 100

4 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. POR TAMAÑO (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Los datos de 2011 se enlazan a partir de la evolución registrada por la muestra de empresas de ese ejercicio.  
b Ratio definida como el total de deuda con coste entre el activo neto.

### Evolución de los niveles de deuda y de la ratio de endeudamiento. Desglose por sectores y tamaño

La evolución desde 2007 de los niveles de deuda para el conjunto de la muestra está en línea con los datos de las cuentas financieras. Así, se observa un incremento en 2008 que dio paso a una pauta contractiva a partir de 2009 (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1). El desglose por sectores evidencia, sin embargo, una importante heterogeneidad, que en parte parece estar relacionada con el grado inicial de endeudamiento (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Así, en las ramas de actividad que antes de la crisis (en 2007) presentaban una ratio de apalancamiento<sup>2</sup> superior a los valores medios de toda la muestra (como la construcción, el sector de información y comunicaciones y, en menor medida, la industria) los recursos ajenos tendieron a reducirse. En cambio, para el resto, que partían de unas ratios de endeudamiento más moderadas, dichos pasivos mostraron un mayor dinamismo, observándose incluso en el caso de la energía un notable incremento hasta 2009, aunque en los dos años siguientes decreció ligeramente.

La evolución descrita para la deuda se tradujo, en general, en una progresiva reducción de las ratios de apalancamiento en las ramas productivas más endeudadas al inicio del período analizado y en una cierta estabilización o ligero aumento en las que partían de unos niveles inferiores de dicha ratio, produciéndose de esta forma una convergencia sectorial

2 La ratio de apalancamiento que se utiliza en este artículo se define como el cociente entre la deuda con coste y el activo neto (activo total menos pasivos ajenos sin coste).

en este indicador. La excepción a este patrón es la construcción, para la que el retroceso de sus niveles de deuda fue insuficiente para contrarrestar el descenso de su activo neto (denominador de la ratio), asociado a las importantes pérdidas acumuladas por estas empresas, de modo que la ratio de apalancamiento tendió a elevarse.

El desglose por tamaño de las empresas evidencia también algunas diferencias en la evolución de la deuda y la ratio de apalancamiento en función de esta característica (véanse los paneles inferiores del gráfico 1). Así, aunque durante 2008 los recursos ajenos mostraron una pauta creciente tanto en las sociedades grandes como en las pymes, el ascenso en estas últimas fue más moderado. A partir de dicho año, la deuda de las compañías de menor dimensión presentó un progresivo descenso, que supuso una caída acumulada de un 7 % hasta finales de 2011 desde los niveles máximos alcanzados en 2008, y que llevó a que se situara por debajo de los valores de 2007. Este patrón de comportamiento no ha sido homogéneo en todas las ramas de actividad, siendo en la construcción donde las disminuciones fueron más intensas, mientras que en otras —como la de comercio— los pasivos ajenos se mantuvieron prácticamente estables, o incluso se registraron ligeros ascensos, como ocurrió en el sector de información y comunicaciones.

En el caso de las empresas de mayor tamaño, el retroceso de la deuda se inició un año más tarde (2010), alcanzándose una caída acumulada desde entonces y hasta finales de 2011 del 4,9 %. A diferencia de las pymes, esta contracción no llegó a compensar el incremento de los dos años previos, con lo que en el conjunto del período analizado estos pasivos se elevaron respecto al nivel de 2007. El detalle por ramas productivas desvela una cierta heterogeneidad, observándose descensos elevados en la construcción y en la industria, y con mayor intensidad en información y comunicaciones, y ascensos en las empresas grandes de los sectores de comercio o de energía (si bien en este último caso el saldo de recursos ajenos decreció en 2011).

El menor dinamismo de la deuda de las pymes en comparación con el de la correspondiente a las grandes compañías durante el período reciente puede estar en parte relacionado con el mayor impacto que la crisis ha ejercido sobre la situación económica y financiera de estas empresas, lo que explica la mayor dificultad para acceder a nuevos recursos ajenos. Así, la información de las bases de datos de la CB revela una caída más acusada de los indicadores de actividad y de resultados económicos para este tipo de compañías en comparación con las de mayor dimensión<sup>3</sup>.

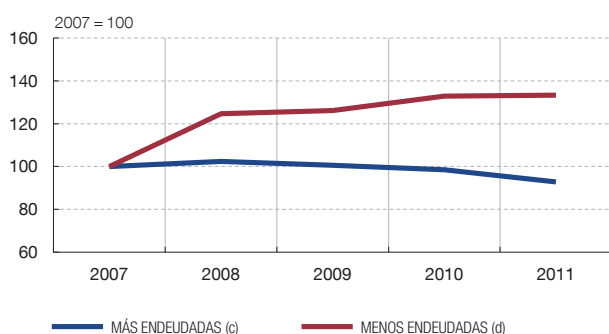
Estos desarrollos llevaron a que la ratio de endeudamiento de las empresas pequeñas y medianas mostrara una pauta descendente desde 2008 (véase el panel inferior derecho del gráfico 1). En las compañías de mayor dimensión este indicador se elevó entre 2007 y 2009, reduciéndose en los años siguientes, aunque a un ritmo insuficiente para compensar el incremento previo, por lo que en 2011 se situaba ligeramente por encima del nivel que presentaba justo antes del inicio de la crisis.

#### Evolución de la deuda en función del nivel inicial de endeudamiento

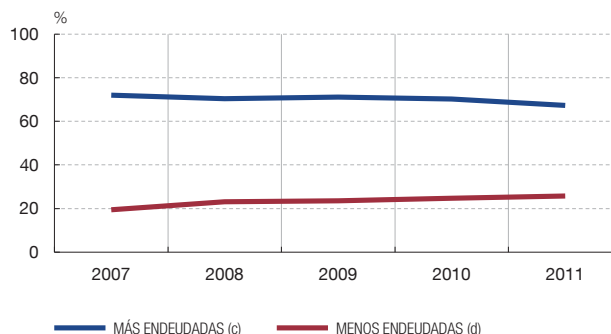
Con el fin de estudiar hasta qué punto la evolución de los recursos ajenos de las sociedades durante el período reciente está relacionada con el nivel de endeudamiento de partida, se han separado las empresas de la muestra en dos grupos, en función de si en 2007 su ratio de apalancamiento era superior o inferior a la de la mediana de su mismo sector. Esta definición garantiza que los dos grupos están formados por el mismo número de

<sup>3</sup> Véase el recuadro 1 del artículo «Resultados de las empresas no financieras en 2011 y hasta el tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, noviembre de 2012, Banco de España.

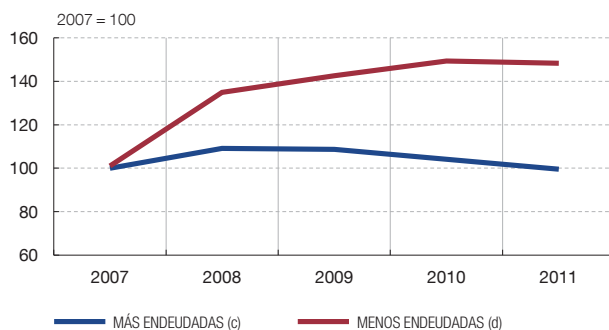
NIVEL DE DEUDA. MUESTRA COMPLETA



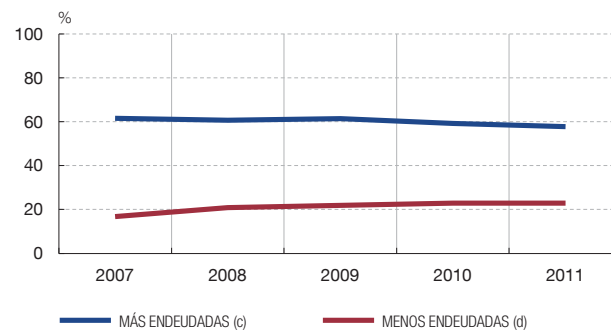
RATIO DE ENDEUDAMIENTO. MUESTRA COMPLETA (b)



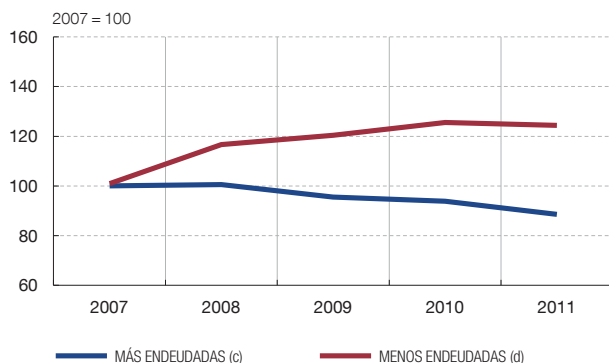
NIVEL DE DEUDA DE LAS EMPRESAS GRANDES



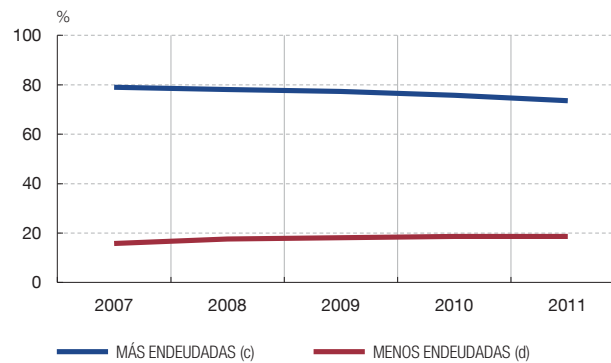
RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS GRANDES (b)



NIVEL DE DEUDA DE LAS PYMES



RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS PYMES (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Todos los datos de 2011 están enlazados.  
 b Ratio definida como el total de deuda con coste entre el activo neto.  
 c Empresas cuya ratio de endeudamiento es mayor o igual que la ratio mediana del sector al que pertenecen.  
 d Empresas cuya ratio de endeudamiento es menor que la ratio mediana del sector al que pertenecen.

compañías de las distintas ramas productivas, evitándose que los resultados estén condicionados por la diferente composición sectorial de las muestras.

Los resultados obtenidos evidencian que parece existir una conexión entre el nivel inicial de endeudamiento y la evolución que posteriormente ha mostrado el saldo de financiación. Así, tal como se aprecia en el panel superior izquierdo del gráfico 2, las empresas que presentaban en 2007 una ratio de apalancamiento por debajo de la mediana de su sector aumentaron sensiblemente su apelación a recursos ajenos durante el período

analizado. Ello llevó a que, en este agregado, el nivel de deuda se incrementara hasta 2011 más de un 33 % respecto a la situación de partida. Por el contrario, en las compañías más endeudadas se registraron reducciones de estos pasivos, que fueron casi del 10 % desde las cotas máximas alcanzadas en 2008. Como consecuencia de todo ello, las ratios de apalancamiento mostraron una cierta convergencia entre los dos grupos de sociedades. Así, en el caso de las empresas más endeudadas, para las cuales esta ratio era del 72 % en 2007, se produjo una reducción de algo menos de 5 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 67,4 % en 2011. En sentido opuesto, en el agregado de las que tenían un nivel inicial de endeudamiento reducido esta ratio creció a lo largo de todo el período, reflejando al final de este un valor del 25,8 %, más de 6 pp por encima del registro de 2007.

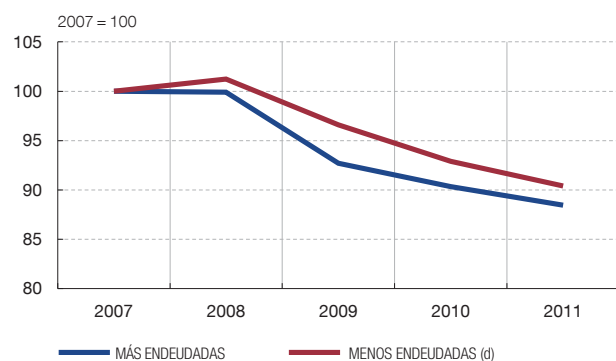
Al descender a un detalle por tamaño se alcanzan conclusiones similares a las observadas en el conjunto de la muestra (véanse los paneles centrales e inferiores del gráfico 2). Así, tanto en el caso de las empresas grandes como en el de las pequeñas y medianas, en el grupo de las que presentaban un mayor nivel de endeudamiento inicial se registraron descensos en los niveles de deuda, siendo estos más pronunciados para las sociedades de menor dimensión, que registraron una caída acumulada hasta 2011 del 11,9 % desde el máximo alcanzado en 2008, frente al 8,8 % de retroceso observado durante el mismo período para las más endeudadas de mayor tamaño. La contracción más intensa de estos fondos en las pymes más endeudadas puede estar relacionada tanto con el impacto más acusado de la crisis en este segmento como con la mayor necesidad de ajustar los balances derivada del apalancamiento más elevado del que partían, que se situaba en 2007 en el 80 %, casi 20 pp por encima del valor registrado para las sociedades grandes en esta misma situación. En contraposición, tanto en las pymes como en las grandes compañías, las que partían de una proporción de recursos ajenos en sus balances más reducida al principio del período incrementaron a lo largo de los últimos años sus deudas, si bien el crecimiento fue más significativo en las de mayor dimensión. Como consecuencia de la evolución descrita para estos pasivos, se estrecharon las diferencias entre las ratios de apalancamiento de las empresas más y menos endeudadas, tanto en las grandes como en las pymes.

#### Implicaciones del endeudamiento para la evolución del empleo y la inversión

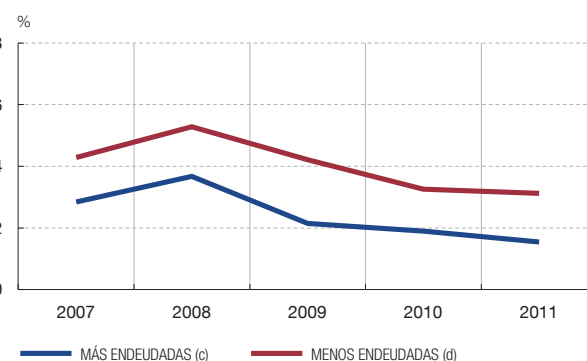
Entre 2008 y 2011 las empresas no financieras españolas se vieron fuertemente afectadas por la crisis económica y ello se tradujo en un notable deterioro de su actividad productiva, que dio lugar a una importante contracción del empleo, e influyó sensiblemente en las decisiones de inversión. Según se puede observar en los paneles de la izquierda del gráfico 3, el ajuste en las cifras de trabajadores fue más acusado para las sociedades que partían de unos niveles más elevados de endeudamiento. Así, para estas últimas la reducción de las plantillas medias se elevó hasta el 11,6 % en el conjunto del período analizado, mientras que en el agregado de empresas menos endeudadas el descenso fue del 9,6 %.

Separando las empresas en función del tamaño, se observa que el ajuste de empleo adquirió una mayor intensidad dentro de las pymes, en línea con el mayor impacto de la crisis para este tipo de sociedades. Dentro de dicho segmento, las que partían de un mayor nivel de endeudamiento fueron las que experimentaron los mayores retrocesos de plantillas, con una caída acumulada de más del 18 % en el período analizado. Por su parte, en las compañías pequeñas y medianas con una situación financiera inicial más sólida, aunque también se reflejó una notable reducción del número de trabajadores, esta fue algo más moderada, registrándose disminuciones del 15 % respecto al nivel existente en 2007. Este mismo comportamiento diferencial en función del grado de apalancamiento inicial se observa dentro de las sociedades de mayor dimensión.

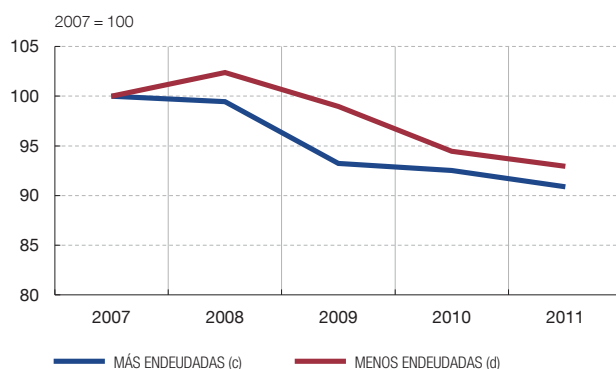
1 EMPLEO. MUESTRA COMPLETA



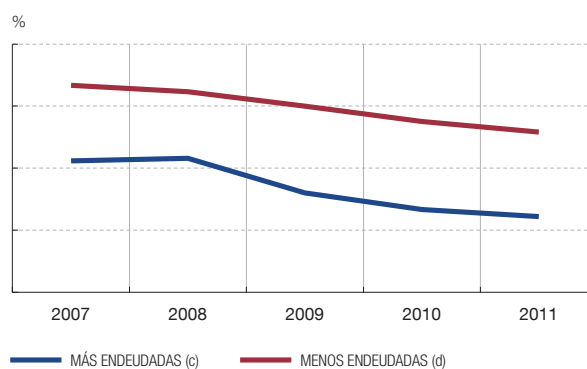
2 FBK/AN. MUESTRA COMPLETA (b)



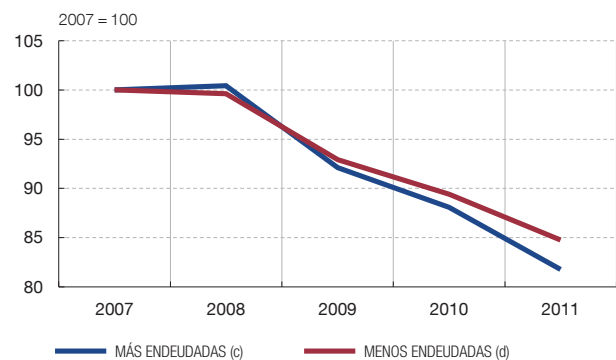
3 EMPLEO. EMPRESAS GRANDES



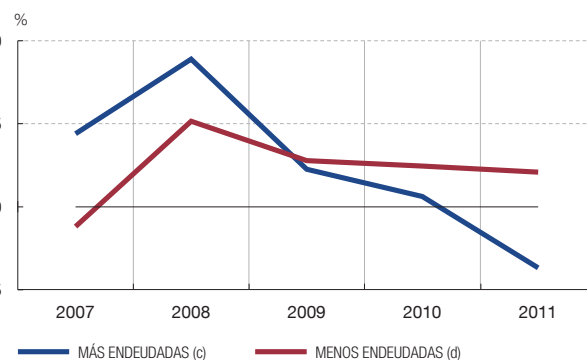
4 FBK/AN. EMPRESAS GRANDES (b)



5 EMPLEO. PYMES



6 FBK/AN. PYMES (b)



FUENTE: Banco de España.

a Los datos de 2011 se enlazan a partir de la evolución registrada por la muestra de empresas de ese ejercicio.

b Ratio definida como la formación bruta de capital entre el activo neto.

c Empresas cuya ratio de endeudamiento era en 2007 mayor que la ratio mediana del sector al que pertenecen.

d Empresas cuya ratio de endeudamiento era en 2007 menor o igual que la ratio mediana del sector al que pertenecen.

En cuanto al desarrollo de la actividad inversora (medida por el flujo de formación bruta de capital fijo material dividido entre el saldo del activo neto al inicio de cada período<sup>4</sup>), se

4 En el caso de las empresas de la CBB, al no disponerse de suficientes detalles de información, se ha aproximado el concepto de formación bruta de capital fijo a partir de la diferencia de los saldos de balance de los activos fijos materiales, corregida de su amortización anual.

aprecia cómo a partir de 2008 esta variable registró una progresiva pérdida de dinamismo (véanse los paneles de la derecha del gráfico 3). Al distinguir según el peso de los recursos ajenos en los balances, y al igual que se observaba al analizar la evolución del empleo, se detecta que las sociedades que presentaban un mayor grado de apalancamiento mostraron un deterioro más acusado del ritmo inversor en comparación con el de aquellas con un menor endeudamiento.

Al dividir la muestra según el tamaño de las sociedades se aprecia, en primer lugar, que la disminución de la actividad inversora fue sensiblemente mayor en las pymes, lo que nuevamente ilustra cómo este tipo de sociedades se vio comparativamente más afectado por la crisis. Además, dentro de este segmento, las que partían de niveles de endeudamiento más elevados experimentaron una caída más intensa de sus inversiones que la del resto de compañías pequeñas y medianas, llevándolas incluso a reflejar un valor negativo en el último año. Asimismo, también en las empresas grandes menos endeudadas la pérdida de vigor de la inversión fue comparativamente más moderada que en las que presentaban un elevado apalancamiento, siendo capaces de mantener durante los últimos años un nivel de la ratio de inversión superior al de estas últimas.

## Conclusiones finales

Los resultados de este artículo ilustran la existencia de una elevada heterogeneidad en la evolución reciente de la deuda empresarial en función de características tales como la rama de actividad, tamaño o situación financiera de las compañías. Concretamente, la evidencia presentada muestra cómo el proceso de desapalancamiento iniciado en 2009 está siendo más intenso que el que se deduce de los datos agregados y que está concentrado, como cabría esperar, en las empresas que presentaban unas mayores necesidades de saneamiento por haber alcanzado su endeudamiento cotas más elevadas. Este desarrollo está siendo compatible, sin embargo, con un mayor dinamismo de los fondos ajenos en las sociedades con una situación financiera inicial más sólida, que habrían podido aumentar incluso su recurso a la financiación externa durante el período analizado, al disponer de mayor margen para ello y ser percibidas, en promedio, como más solventes por los prestamistas.

Por otra parte, la evidencia presentada ilustra cómo las compañías en las que el peso de los recursos ajenos en sus balances era más elevado antes de la crisis han mostrado, durante los últimos años, una evolución más desfavorable de las plantillas y de la inversión en activos fijos materiales. Ello sugiere que las empresas con niveles de deuda más elevados se han visto comparativamente más afectadas en el desarrollo de su actividad empresarial al ser más vulnerables frente a perturbaciones adversas, mostrando unas mayores necesidades de ajuste y saneamiento.

10.1.2013.





## LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES DEL BCE A LO LARGO DE LA CRISIS

Este artículo ha sido elaborado por Antonio Millaruelo y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La crisis financiera internacional que comenzó hace más de cinco años dio paso a una crisis de deuda soberana con dinámica propia en la zona del euro. Los desequilibrios fiscales y macroeconómicos fruto de políticas nacionales poco compatibles con una unión monetaria derivaron en una creciente reevaluación de los riesgos soberanos a partir de 2010. Tanto la gestación de estos desequilibrios como el desarrollo y la severidad de la propia crisis vinieron también condicionados por las deficiencias de la arquitectura institucional de la unión monetaria que la crisis puso de manifiesto, así como por las dificultades para corregirlas de manera rápida y eficaz. La inestabilidad se propagó a un número creciente de países de la UEM y se amplificó por la conexión y realimentación de los riesgos soberanos, los bancarios y el deterioro de la actividad macroeconómica. De esta manera adquirió una dimensión sistémica a partir de mediados de 2011. La creciente fragmentación e incluso renacionalización de los flujos financieros dentro del área comprometieron la unicidad de la política monetaria<sup>1</sup>.

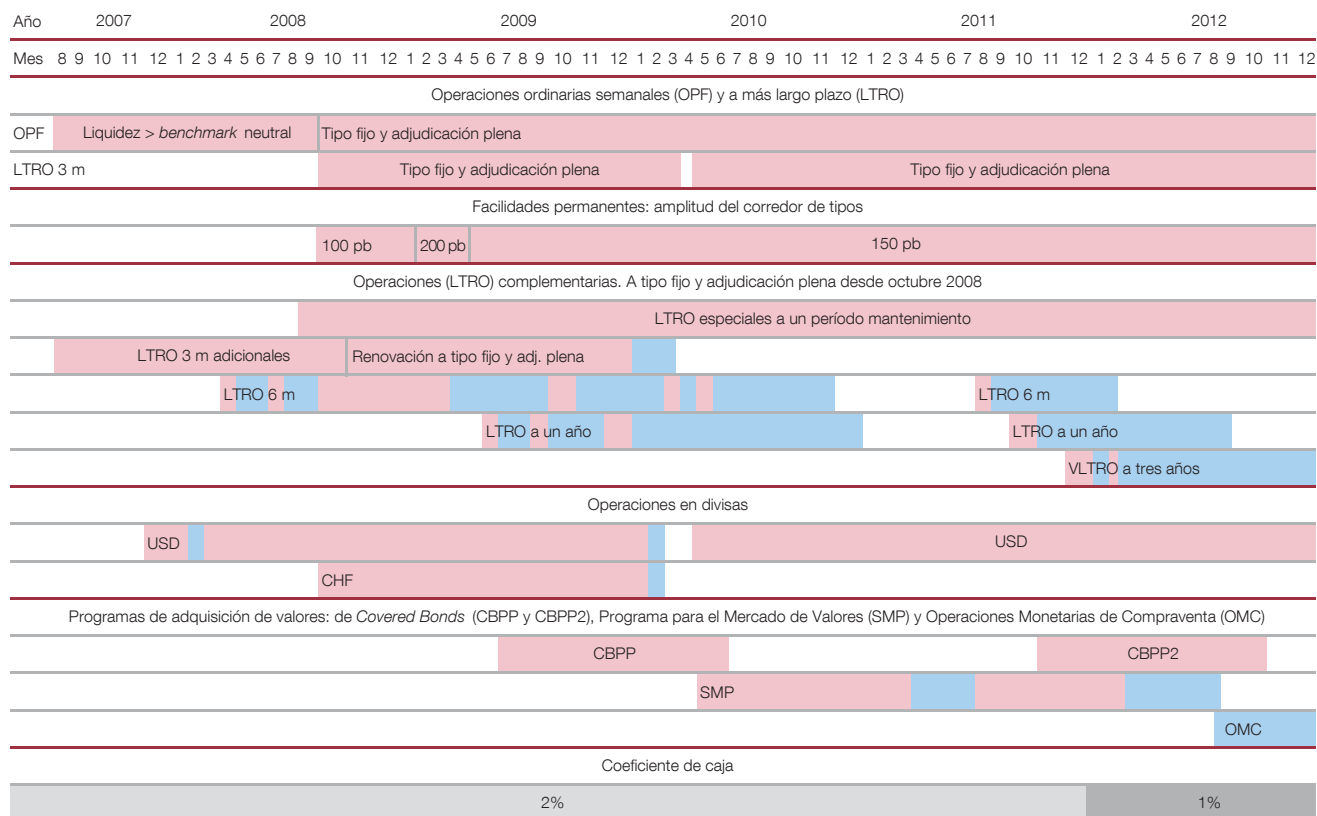
Desde el comienzo de la crisis, el BCE introdujo medidas de carácter no convencional complementarias a sus decisiones sobre el nivel de los tipos de interés oficiales. La evolución de la crisis requirió, además, que el BCE fuera adaptando su respuesta. Inicialmente, el bloqueo de los mercados interbancarios determinó que la actuación se centrara en la intermediación entre las entidades y en asegurar la adecuada provisión y distribución de la liquidez entre ellas. La prolongación de la crisis y la extensión de las tensiones soberanas le llevaron a ampliar progresivamente el foco de atención hacia aspectos tales como los riesgos de refinanciación de las entidades y la divergencia en las condiciones financieras nacionales.

Este artículo hace un repaso de las medidas no convencionales aplicadas por el BCE, que se muestran de manera cronológica en el cuadro 1, haciendo especial hincapié en el período de las tensiones soberanas. En el apartado segundo se resume la respuesta inicial a los problemas derivados de la crisis financiera internacional. El tercer apartado aborda las medidas para hacer frente a las primeras manifestaciones de la crisis soberana europea. En el apartado cuarto, se recoge la respuesta del BCE a los retos planteados por la ampliación sistémica de las tensiones soberanas y la progresiva fragmentación de los mercados financieros europeos. En el apartado quinto se hace una valoración del impacto de las medidas no convencionales en el balance del Eurosistema. El artículo se cierra con un breve resumen de las principales conclusiones.

### La respuesta inicial: la ampliación de los mecanismos de provisión de liquidez

Desde el inicio de la crisis financiera internacional a mediados de 2007 el BCE fue pionero entre los bancos centrales a la hora de responder a las disfunciones que se observaron en los mercados interbancarios. La desconfianza sobre el funcionamiento de los mercados monetarios y una actitud cautelosa por parte de las entidades de crédito derivaron en una demanda creciente de liquidez. Esta demanda fue atendida otorgando fondos por encima del importe estimado como referencia neutral en las operaciones semanales y aumentando

<sup>1</sup> Para mayor detalle sobre las características de la crisis en la zona del euro y el papel de las insuficiencias en el diseño institucional, pueden consultarse Shambaugh (2012) y Malo de Molina (2011).



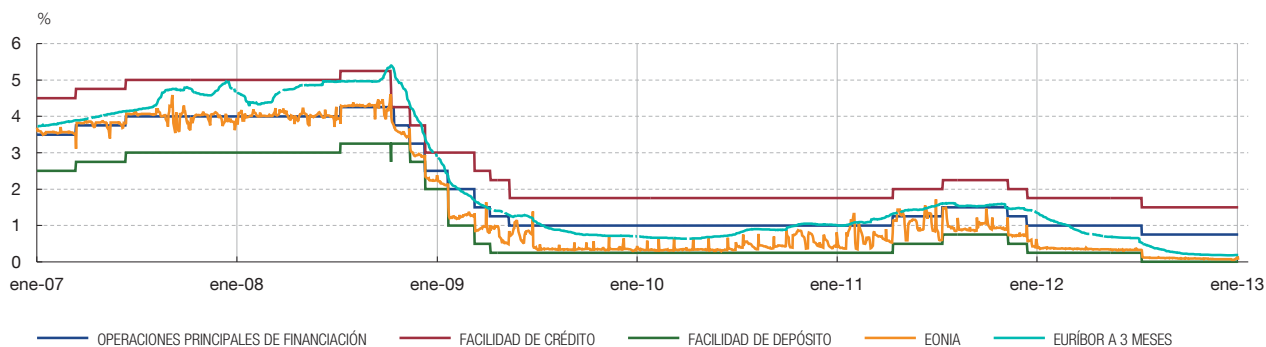
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a El color rojo indica que durante ese mes se llevaron a cabo dichas operaciones, mientras que el azul indica que no se llevaron a cabo nuevas operaciones ese mes, pero que la liquidez proporcionada por las operaciones anteriores sigue vigente.

el plazo medio de sus préstamos a través de las operaciones a plazo más largo (LTRO, según su acrónimo en inglés), que se reforzaron con subastas complementarias, inicialmente al plazo de tres meses y, después, a seis. Esta respuesta inicial no supuso un cambio en el tono de la política monetaria ni cambios sustanciales en el tamaño del balance del BCE, ya que parte de lo suministrado era reabsorbido a través de la facilidad de depósito, donde las entidades, reticentes a prestar en los mercados, colocaban el exceso de liquidez.

No fue hasta octubre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, cuando el bloqueo de los mercados monetarios, la retirada general de la liquidez en los mercados internacionales de capitales y la drástica revisión de las perspectivas macroeconómicas obligaron a un giro en la respuesta de las autoridades monetarias a nivel global. Por una parte, la entrada en una fuerte recesión y el aumento del riesgo de deflación hicieron necesario un recorte drástico de los tipos de interés oficiales, que, en el caso de la zona del euro, ascendió a 325 puntos básicos (pb) entre octubre de 2008 y mayo de 2009, hasta situarlos en el 1 % (véase gráfico 1). Pero, además, el BCE, como otras autoridades monetarias, abundó en la flexibilización del marco ordinario de provisión de liquidez e introdujo medidas para reparar otros segmentos de los mercados financieros importantes para la transmisión de la política monetaria.

El BCE pasó a atender la demanda bruta de liquidez de las entidades y, por tanto, a ejercer la función de redistribución de los fondos propia del mercado interbancario. Esto fue así porque la aversión al riesgo y la desconfianza sobre la solidez financiera de las entidades



FUENTE: Banco Central Europeo.

hizo que los bancos dejaran de prestarse entre sí especialmente en operaciones interbancarias sin garantía. De este modo, para hacer frente a estas disfunciones del mercado, el BCE sustituyó el sistema tradicional de subastas mediante tipo de interés variable por otro de tipo fijo y adjudicación plena, lo que supuso una innovación significativa en el marco operativo que implicaba renunciar al control de las cantidades.

Por otra parte, durante diversos episodios de la crisis se redujo considerablemente la disponibilidad de liquidez en determinadas divisas. Concretamente, la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos provocó en el transcurso de 2007 problemas de escasez de dólares en los mercados de financiación a corto plazo europeos. Para facilitar los pagos en esta divisa, el BCE acordó en octubre de ese año una línea de *swaps* con la Reserva Federal, que permitió realizar en diciembre dos operaciones de provisión de liquidez en dólares. Estas subastas comenzaron a celebrarse con regularidad a partir de abril de 2008 y, de forma gradual, fueron aumentándose los importes y ampliándose los plazos hasta 84 días. Desde octubre de 2008, el BCE también acordó una línea de *swap* con el Banco Nacional Suizo.

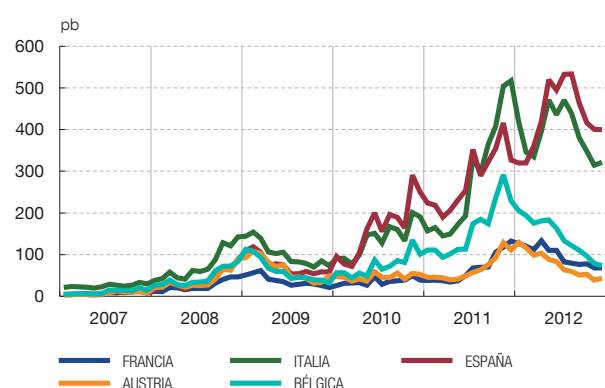
Las tensiones financieras provocaron también un aumento de la demanda de activos de calidad y una reducción del universo de activos de esa condición, como consecuencia de las rebajas de la calificación crediticia de los emisores y de los activos. Para que el colateral no fuese una restricción y la abundante oferta de liquidez llegase a la gran mayoría de entidades del área, el BCE flexibilizó adicionalmente su política de colateral, a pesar de haberse caracterizado desde el principio por la aceptación de un conjunto amplio y variado de activos.

De manera complementaria, el BCE introdujo programas puntuales de adquisición de valores dirigidos a mercados clave para la financiación de los bancos, contribuyendo así a restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En mayo de 2009, se puso en marcha el *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP), un programa de adquisición en firme, no esterilizada, de bonos bancarios garantizados por activos de elevada calidad, equivalentes a las cédulas hipotecarias en España. El programa preveía adquisiciones escalonadas hasta un importe de 60 mm de euros, cifra que se alcanzó en mayo de 2010.

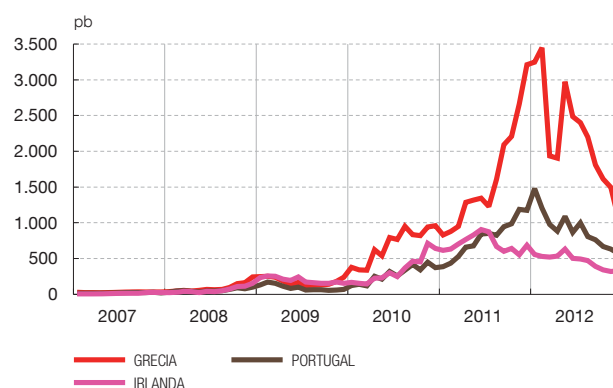
Todas estas medidas contribuyeron a mejorar la transmisión del tono de la política monetaria con una reducción significativa de los diferenciales entre los tipos de interés de los depósitos interbancarios no garantizados y los de aquellos con garantía (véase gráfico 2).

DIFERENCIAL TIPO INTERBANCARIO: TIPO *REPO* A TRES MESESDIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS *SWAP ASSETS* (BBB)

DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS



DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Banco Central Europeo.

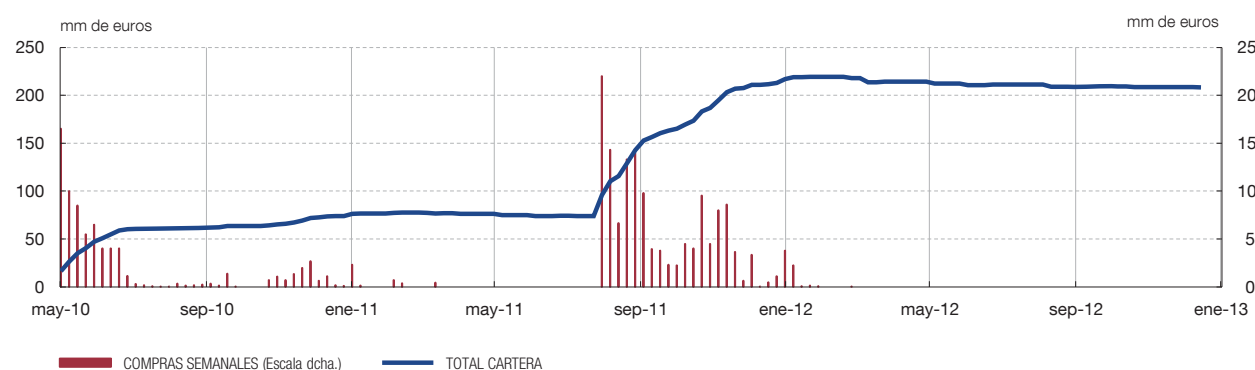
La estrategia de salida de este «modo no convencional» de la política monetaria estaba implícita en el propio diseño de las medidas, bastando tan solo con no renovar las operaciones extraordinarias a su vencimiento y restaurar los criterios originales de elegibilidad del colateral a medida que las tensiones financieras fuesen disminuyendo. De hecho, en la segunda mitad de 2009 se produjo una progresiva normalización de las condiciones financieras que determinó el inicio de una retirada paulatina de las medidas no convencionales. Sin embargo, a finales de 2009 aparecieron las primeras manifestaciones de la crisis soberana, lo que obligó a reevaluar la oportunidad del proceso de retirada y a diseñar nuevos instrumentos.

### Las primeras manifestaciones de la crisis de la deuda soberana a finales de 2009

En el otoño de 2009 comenzaron a revelarse preocupantes desequilibrios en las cuentas públicas de Grecia, que no tardaron en poner en cuestión la sostenibilidad de la deuda pública en este país. Como muestra el gráfico 2, la presión se dejó sentir, aunque de manera acotada, sobre el precio de los bonos soberanos y bancarios de los países del área en situación más vulnerable.

El aumento del coste de la deuda griega llegó a impedir que el país se financiara en los mercados y, en abril de 2010, el Gobierno heleno solicitó asistencia financiera a la UE y al FMI, que, en ausencia de un mecanismo institucionalizado, se articuló de manera *ad hoc* a través de préstamos bilaterales sujetos a condiciones estrictas. Pocos días después, el BCE introdujo el Programa para el Mercado de Valores (*Securities Markets Programme* o

## ADQUISICIONES DENTRO DEL PROGRAMA PARA EL MERCADO DE VALORES



## DISEÑO COMPARADO

		SMP	OMT
Vigencia		Mayo de 2010-agosto de 2012	Desde septiembre de 2012
Condicionalidad		-	√ (a)
Cobertura		Valores deuda pública y privada	Valores deuda pública 1-3 años vencimiento residual
Mercados	Primarios	X	X
	Secundarios	√	√
Objetivo cuantitativo explícito		X	X
Esterilización		√	√
Trato acreedor preferente		√	X
Transparencia		Información compras semanales	Semanalmente compras y mensualmente desglose país y vencimiento

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a La activación de las OMC está sujeta a la condicionalidad de un programa completo de ajuste macroeconómico o un programa precautorio de la FEEF o MEDE, con la posibilidad de que estas instituciones realicen compras en el mercado primario de valores.

SMP en inglés), un programa con carácter temporal y limitado para comprar valores de deuda en los mercados secundarios (véase gráfico 3). Con esta medida se pretendía impedir que las tensiones se generalizaran al resto de países de la unión e incrementar la liquidez en determinados segmentos de estos mercados con vistas a una correcta transmisión de la política monetaria. Para evitar una expansión de la base monetaria, estas compras serían esterilizadas con operaciones semanales de drenaje. Al principio, se adquirió principalmente deuda soberana de Grecia, aunque posteriormente se volvería a utilizar el programa en otros episodios de tensiones para adquirir deuda de otros países.

Los Estados miembros de la UE y el FMI acordaron en junio de 2010 la creación de un dispositivo provisional de asistencia financiera conformado por la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF o EFSF por sus siglas en inglés), el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera con recursos de la UE y préstamos del FMI. Este dispositivo tuvo que activarse para Irlanda y Portugal, ya que la desconfianza de los inversores y el desanclaje de su prima de riesgo de crédito obligaron a los Gobiernos de estos países a solicitar asistencia financiera en noviembre de 2010 y abril de 2011, respectivamente. En el caso de Irlanda, la incertidumbre sobre la solidez de su sistema bancario y el elevado

coste de las recapitalizaciones desbordó ampliamente sus objetivos fiscales. En Portugal, sin embargo, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública estuvieron más relacionadas con las débiles perspectivas de crecimiento y las desviaciones fiscales. Estos episodios también motivaron medidas por parte del BCE, que reanudó las adquisiciones dentro del SMP, aunque a una escala muy inferior a la de comienzos de la crisis griega. Durante esta etapa, el saldo vivo de las adquisiciones dentro del SMP se estabilizó en unos 77 mm de euros (véase gráfico 3).

El rebrote de las tensiones hizo que el BCE, en una acción concertada con otros bancos centrales<sup>2</sup>, reactivara la línea de *swaps* con la Reserva Federal y reiniciara las subastas en esta divisa. Estos acuerdos se fueron prorrogando y, de forma precautoria, para satisfacer la potencial demanda de libras esterlinas debida a la crisis irlandesa, se constituyó también una línea de *swaps* con el Banco de Inglaterra.

De manera simultánea, el tensionamiento de los tipos de interés de los mercados monetarios obligó a que el BCE mantuviera el refuerzo de la provisión de liquidez, lo que complementó en octubre de 2010 con un segundo programa de *covered bonds* (*Covered Bond Purchase Programme 2* o CBPP2), análogo al anterior y con una dotación de 40 mm de euros. Este segundo programa, sin embargo, concluyó con un volumen adquirido de solo 16 mm de euros, dado que la reactivación del mercado privado de *covered bonds* hizo innecesario completar las adquisiciones programadas.

Pero la crisis griega no se detuvo con la primera concesión de asistencia financiera. Las desviaciones persistentes en los objetivos de consolidación fiscal y las dificultades para acometer las reformas exigidas cuando la economía había caído en una profunda recesión volvieron a cuestionar la sostenibilidad de la deuda pública. Ello condujo a la necesidad de diseñar un segundo programa de asistencia financiera, que tuvo como condición previa la reestructuración voluntaria de la deuda soberana en manos del sector privado. El debate sobre la necesidad de que los inversores privados asumieran pérdidas —mientras que los acreedores públicos mantenían un trato preferente— y su posterior concreción en el caso griego supusieron un cambio fundamental en la percepción del riesgo que entrañaba la exposición soberana y contribuyeron a alimentar un aumento desordenado de las primas de riesgo de los países más vulnerables del área. El proceso de reestructuración de la deuda culminó en la primavera de 2012 y generó pérdidas muy elevadas en la propia banca griega, que posteriormente tuvo que ser recapitalizada.

#### La fase sistémica de la crisis de la deuda soberana desde mediados de 2011

La incertidumbre que generó el proceso de reestructuración de la deuda griega y las dificultades para definir el segundo paquete de asistencia, que incluía la recapitalización de la banca, exacerbaban las tensiones en los mercados de deuda desde mediados de 2011.

La propagación de la inestabilidad se aceleró, alimentada por la interacción entre los riesgos soberanos y bancarios con el deterioro macroeconómico. La preocupación de los inversores sobre la exposición de los bancos del área al riesgo soberano doméstico se tradujo —con independencia de su salud financiera— en dificultades crecientes de los bancos de los países sometidos a tensiones para obtener financiación en los mercados mayoristas a un coste razonable. Esta discriminación genérica por país emisor, que ya había afectado a los bancos de los países con programa —prácticamente excluidos del mercado primario de deuda—, se trasladó también a los bancos italianos y españoles. El endurecimiento de

<sup>2</sup> El acuerdo se suscribió entre el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional Suizo.

las condiciones de financiación para las economías se combinaba con un recrudecimiento de las tendencias recesivas. Todo ello provocaba un deterioro adicional de los activos bancarios y una dificultad creciente para acometer el proceso de desapalancamiento público y privado que requerían algunas economías. El papel predominante del sistema bancario en la canalización del crédito en la UEM y el sesgo doméstico que predomina en la exposición soberana de los bancos facilitaron la transmisión de estos impulsos.

Este agravamiento de las tensiones soberanas fue inicialmente abordado por el BCE mediante la reactivación del SMP en julio de 2011, con intervenciones de mayor envergadura que las realizadas en 2010. Paralelamente volvió a reforzar la provisión de liquidez reintroduciendo en agosto de 2011 las subastas a seis meses y anunciando en octubre dos inyecciones al plazo (aproximado) de un año.

A pesar de estas medidas, a lo largo del otoño de 2011 los mercados de emisión de deuda bancaria se fueron cerrando cada vez más, en un contexto en el que los Gobiernos europeos negociaban con gran dificultad la forma final y la dotación de recursos del mecanismo definitivo de asistencia financiera MEDE. Habida cuenta del elevado volumen de vencimientos de deuda bancaria a principios de 2012, se gestaba un creciente riesgo de refinanciación que amenazaba con desencadenar insolvencias bancarias y una severa contracción del crédito, con graves repercusiones para la estabilidad financiera y fuertes efectos recesivos.

En respuesta a ello, en diciembre de 2011, el BCE decidió tomar nuevas medidas de gran calado para facilitar la financiación del sistema bancario y seguir respaldando la oferta de crédito a la economía. Además de reducir los tipos de interés, en el campo de las medidas no convencionales se anunciaron dos subastas de liquidez al plazo de tres años (aunque con la posibilidad de llevar a cabo una amortización anticipada al final de cada año). La primera se celebró ese mismo mes<sup>3</sup> y la segunda tuvo lugar en febrero de 2012, inyectando con ambas más de un billón de euros en términos brutos. El Eurosistema también proporcionó liquidez en dólares a las entidades de contrapartida, a los plazos de una semana y 84 días, para facilitar sus compromisos de pagos en esta moneda, aunque a escala menor que en el episodio de la quiebra de Lehman Brothers. En tercer lugar, con el fin de liberar liquidez adicional, se redujo el coeficiente de reservas obligatorias que habían de cumplir las entidades de crédito del 2 % al 1 %. Finalmente, el BCE volvió a ampliar los activos admisibles aceptando una mayor variedad de valores estructurados respaldados por distintas combinaciones de productos de crédito, así como préstamos bancarios.

#### La fragmentación de los mercados financieros y el agravamiento de la fase sistémica

Todas estas medidas contribuyeron temporalmente a relajar las tensiones. Pero la creciente fragmentación de los mercados financieros dentro del área continuó. Los flujos financieros transfronterizos fueron revelando importantes y crecientes salidas de capitales privados de los países bajo tensión, que de manera recíproca se acumulaban en forma de entradas de capital en otros países, fundamentalmente Alemania (véase gráfico 4). Estos movimientos no hacían sino dificultar la financiación del déficit exterior de las economías afectadas, y todo ello redundó en una apelación creciente de la banca afectada a la financiación del Eurosistema.

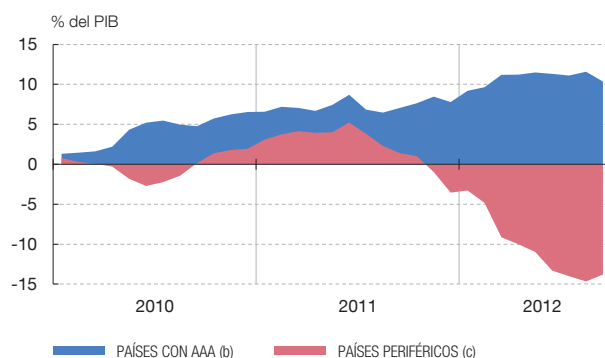
La presión sobre las primas de riesgo volvió a emerger con fuerza cuando creció la preocupación sobre la situación del sistema financiero español, particularmente del sector de

<sup>3</sup> La primera operación a tres años englobó buena parte de la operación a un año realizada en octubre. La subasta de financiación a trece meses prevista para diciembre fue cancelada.



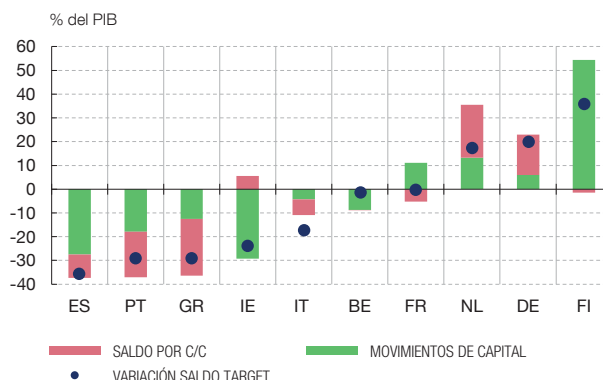
FLUJOS FINANCIEROS CON EL EXTERIOR (a)

(Acumulado desde diciembre de 2009 hasta septiembre de 2012)



MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y SALDO POR CUENTA CORRIENTE (a)

(Acumulado desde I TR 2010)



FUENTES: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

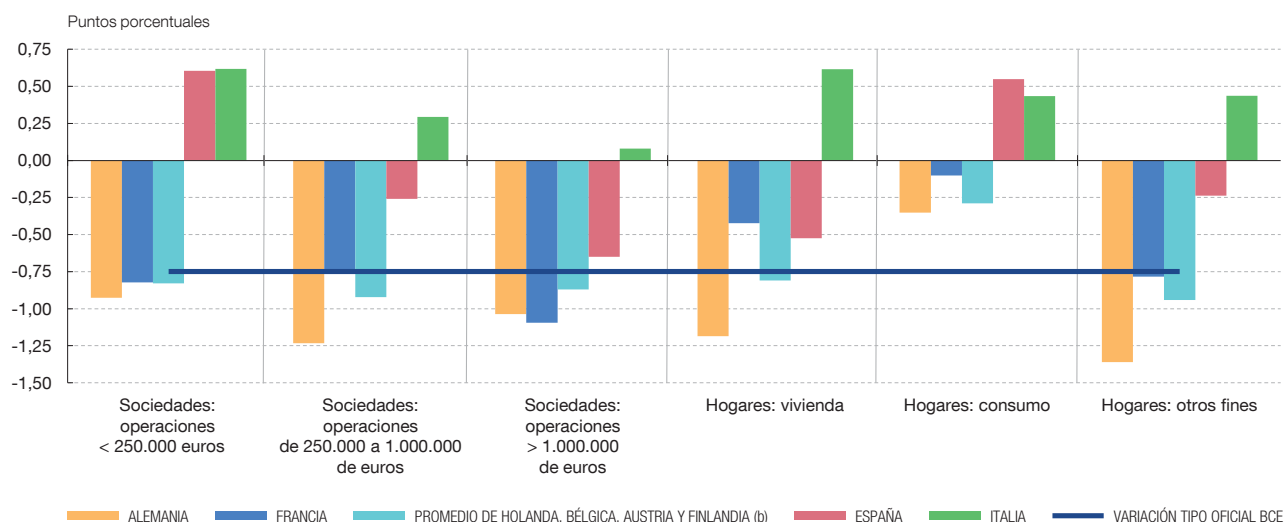
- a Los movimientos de capital reflejan el saldo de las inversiones en cartera y otras inversiones de la Balanza de Pagos, excluido el Banco Central. Un dato positivo (negativo) representa entradas (salida) de capital. En Irlanda los movimientos de capital se aproximan por la diferencia entre la variación del saldo TARGET y el saldo acumulado por cuenta corriente.
- b Incluye Alemania, Holanda, Francia y Finlandia.
- c Incluye Italia, España, Portugal y Grecia. Para Irlanda la información no está disponible.

cajas de ahorros, que llevó al Gobierno español a solicitar en junio de 2012 asistencia financiera a las instituciones europeas con la finalidad de recapitalizar el sector bancario. Paralelamente, Chipre también requirió un programa de asistencia, como consecuencia, en buena medida, de su exposición a la economía griega. Estos acontecimientos presionaron sobre la deuda soberana de España e Italia.

El incremento excepcional de las primas de riesgo soberanas en algunos países, que fue especialmente intenso en los plazos más cortos, y los movimientos de capital entre países alertaban sobre la existencia de dudas acerca de la irreversibilidad del proyecto de moneda única. De hecho, tal y como ilustran Cecchetti *et al.* (2012), durante la primera mitad de 2012, una parte de los movimientos de capital entre países respondían a operaciones de la banca internacional para cubrirse del potencial riesgo de redenominación.

Esta nueva fase de la crisis se producía en un contexto de marcado deterioro de las perspectivas económicas y representaba un desafío sin precedentes al concepto de política monetaria única, en la medida en que las diferencias en las condiciones financieras eran en parte consecuencia de la percepción de que la unión monetaria podría no ser completamente irreversible. De hecho, como puede observarse en el gráfico 5, las divergencias en el movimiento de los tipos de interés bancarios desde mediados de 2011 revelaban que la transmisión de la política monetaria había sido afectada muy adversamente por la crisis. Estas divergencias fueron más significativas en el coste de los préstamos al consumo y para las pymes —representados estos últimos en el gráfico por los contratos de menor importe—.

Para evitar la materialización de escenarios extremadamente desfavorables, atajar los temores infundados de reversibilidad del euro y contribuir a restaurar la eficacia y la unidad de la política monetaria, fue necesario que el BCE habilitara nuevos instrumentos de intervención con la potencia adecuada para actuar de cortafuegos efectivo ante estos riesgos. El SMP había permitido en horizontes de corto plazo reducir las primas de liquidez, así como la rentabilidad de la deuda soberana y su volatilidad, pero su carácter temporal y



FUENTE: Banco Central Europeo.

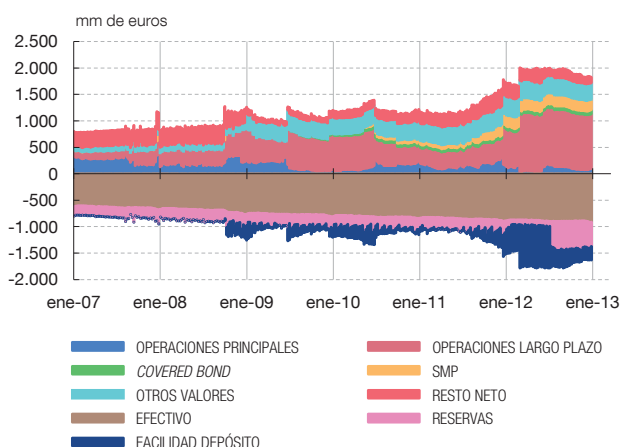
a Entre julio de 2011 y noviembre de 2012.

b Promedio ponderado por el volumen de las operaciones nuevas.

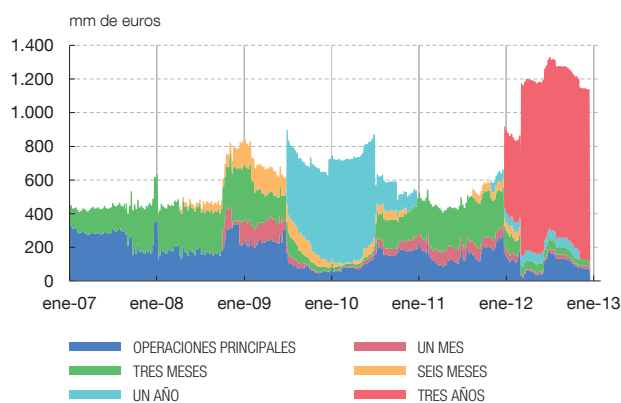
limitado resultaba insuficiente para el nuevo cometido. En una intervención pública sin precedentes, el presidente del BCE señaló el 26 de julio de 2012 su disposición a tomar todas las medidas necesarias para atajar la crisis sistémica y salvaguardar la moneda única. Posteriormente, el BCE anunció, con motivo de la reunión del Consejo de Gobierno del 6 de septiembre, los términos en los que el Eurosistema llevaría a cabo adquisiciones en los mercados de deuda en el contexto de un nuevo programa llamado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC u OMT por sus siglas en inglés). En paralelo, el SMP se dio por concluido.

El programa de OMC establece la posibilidad de que el BCE adquiriera bonos soberanos a corto plazo sujetos al cumplimiento de una condicionalidad estricta, que tiene por objetivo preservar los incentivos de los Gobiernos a mantener la disciplina fiscal y profundizar en las reformas estructurales, pieza clave en el necesario ajuste de los desequilibrios macroeconómicos, en la recuperación de la actividad económica y, en definitiva, en la desaparición de las primas de riesgo. En concreto, la activación de las OMC estará vinculada a que el Estado miembro afectado haya solicitado previamente asistencia financiera a la FEEF o el MEDE —bien a través de un programa completo de ajuste macroeconómico o bien por medio de un programa precautorio— con la posibilidad de que la FEEF o el MEDE realicen compras en el mercado primario de valores. En el caso de los países que actualmente se encuentran bajo un programa de ajuste macroeconómico, las OMC podrán activarse en el momento en que inicien su acceso a los mercados. De acuerdo con la prohibición de financiación monetaria del sector público recogida en el Tratado de la Unión Europea, las intervenciones del Eurosistema se llevarán a cabo en el mercado secundario, y se centrarán en deuda con un plazo de amortización residual comprendido entre uno y tres años, cuyas rentabilidades están más vinculadas al tono de la política monetaria, siendo, además, en este segmento del mercado donde más severas han sido las distorsiones derivadas del temor infundado sobre la reversibilidad del euro. Con el fin de asegurar la eficacia del programa, el volumen de las intervenciones es en principio ilimitado, y para reducir el riesgo de exclusión de los mercados financieros de un país que solicite asistencia financiera el BCE acepta un tratamiento igual al de los demás acreedores. En

COMPOSICIÓN BALANCE EUROSISTEMA



INYECCIÓN DE LIQUIDEZ POR PLAZO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

todo caso, el BCE se reserva la facultad de dar por finalizado el programa en el momento en que el apoyo ya no sea necesario o en el caso de que los países beneficiarios incumplan las condiciones exigidas.

El anuncio del nuevo programa de adquisición de deuda soberana en los mercados secundarios ha facilitado una reducción sustancial de los diferenciales, a pesar de no haberse llegado a activar. También se ha observado cierta reversión de los flujos de salida de capitales que afectaban a los países más vulnerables. En todo caso, esta mejora ha tenido lugar en un contexto de elevada volatilidad.

#### Impacto de las medidas sobre el balance del Eurosistema

Las medidas no convencionales de política monetaria han supuesto una ampliación sustancial del balance del Eurosistema, de más de un 150 % desde julio de 2007 (véase gráfico 6). Esta expansión es, no obstante, de un orden de magnitud inferior a la que se ha producido en el balance de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, lo que viene motivado por el distinto enfoque de sus actuaciones, aspectos que, por ejemplo, pueden consultarse en Ayuso y Malo de Molina (2011) o Hernando *et al.* (2012). En el caso del Eurosistema, la evolución del balance refleja fundamentalmente las operaciones de liquidez, por el papel de intermediación directa que asumió el BCE, y, en menor medida, la adquisición de valores a través del SMP y los programas de *covered bonds*.

Las medidas no convencionales del Eurosistema también han tenido efectos notables sobre la composición del balance. En el activo, ha habido un aumento del crédito a plazos más largos, mientras que en el pasivo se han incrementado notablemente los saldos de liquidez excedente mantenidos en la facilidad de depósito. Desde julio de 2012, la eliminación de la retribución de estos saldos ha provocado la inmediata disminución del uso de esta facilidad y un aumento en la cuenta corriente de reservas de las entidades en el Eurosistema, en la que la remuneración de los excedentes es también nula.

Por otra parte, el aumento en la provisión de liquidez ha supuesto un incremento en paralelo de las carteras de colateral aceptado como garantía. La asunción por parte del Eurosistema de riesgos crecientes ligados a la calidad crediticia de ese colateral ha sido acotada mediante una política basada en los criterios de elegibilidad de los activos de garantía y en la aplicación de descuentos o *haircuts* que se han ido ajustando en función de los

riesgos asumidos. En cualquier caso, la ampliación de los activos elegibles como colateral ha sido necesaria para prevenir acerca de la materialización de riesgos mayores derivados de una potencial pérdida de acceso a la liquidez por parte de algunas entidades o países.

## Valoración y conclusiones

Desde el comienzo de la crisis financiera, el BCE ha introducido sucesivas medidas de carácter no convencional destinadas a preservar el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y que, por tanto, han tenido un carácter complementario a las decisiones sobre el nivel de los tipos de interés oficiales. La extrema complejidad de la crisis y su prolongación en el tiempo han exigido, además, un esfuerzo continuado de adaptación en el ámbito no convencional de la política monetaria.

El BCE fue pionero entre los bancos centrales a la hora de responder a las disfunciones que se observaron en los mercados interbancarios desde el mismo comienzo de la crisis, flexibilizando su política de provisión de liquidez en reconocimiento de la importancia de este eslabón en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Tras el recrudecimiento de la crisis en septiembre de 2008, la sucesiva afectación de otros eslabones esenciales del mecanismo de transmisión —como son los mercados de deuda soberana y los mercados mayoristas de financiación bancaria o el surgimiento del denominado «riesgo de redenominación»— ha requerido innovaciones adicionales.

La evidencia empírica disponible sobre la efectividad de la actuación del BCE en el terreno de medidas no convencionales no es abundante, aunque, en su conjunto, permite concluir [por ejemplo, en Giannone *et al.* (2012) y Lenza *et al.* (2010)] que ha sido una pieza clave para estabilizar los mercados financieros en los numerosos episodios de elevada tensión desde 2007 y, por esta vía, contener el deterioro del escenario macroeconómico. Con todo, conviene recordar que las actuaciones de política monetaria, ya sean convencionales o no convencionales, no permiten resolver las causas últimas que han generado la desconfianza de los inversores y las tensiones en los mercados soberanos y bancarios. Su papel continúa, sin embargo, siendo fundamental para ganar el tiempo necesario para la adopción de las medidas encaminadas a la consolidación de las finanzas públicas, al saneamiento y reestructuración del sector bancario y al refuerzo del marco institucional de gobernanza del área que permitan asegurar la viabilidad a largo plazo del proyecto de integración europeo.

10.1.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., y J. L. MALO DE MOLINA (2011). «El papel de los bancos centrales durante la crisis financiera: lecciones para el futuro», *Papeles de la Fundación*, n.º 42, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, pp. 49-64.
- CECCHETTI, S. G., R. N. MCCAULEY y P. M. MCGUIRE (2012). *Interpreting TARGET2 balances*, Documento de Trabajo, n.º 393, diciembre, BIS.
- GIANNONE, D., M. LENZA, H. PILL y L. REICHLIN (2012). *The ECB and the Interbank market*, Documento de Trabajo, n.º 1496, noviembre, BCE.
- HERNANDO, I., J. LLOPIS y J. VALLÉS (2012). *Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero*, Documentos Ocasionales, n.º 1207, Banco de España.
- LENZA, M., H. PILL y L. REICHLIN (2010). «Orthodox and Heterodox Monetary Policy», *Economic Policy*, abril, pp. 295-339.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2011). «La crisis y las insuficiencias de la arquitectura institucional de la moneda única», *Información Comercial Española*, ICE: *Revista de Economía*, n.º 863, «Euro y crisis económica 2011», pp. 21-34.
- MILLARUELO, A. (2009). «La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- SHAMBAUGH, J. C. (2012). «The Euro's Three Crises», *Brookings Papers on Economic Activity*, marzo.



Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Berganza, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

## Introducción

De acuerdo con el análisis macroeconómico tradicional, la política fiscal debe orientarse a estabilizar el ciclo económico. Esto supone introducir medidas de contención en las fases expansivas del ciclo para generar un espacio fiscal que pueda ser utilizado en las fases bajistas. Sin embargo, distintos factores macroeconómicos y de economía política limitan la capacidad para crear ese espacio fiscal en los buenos tiempos, introducen un sesgo hacia la generación de déficits fiscales y, en definitiva, hacen que la política fiscal tienda a ser procíclica.

La evidencia empírica sugiere que este ha sido el caso de América Latina en las últimas décadas<sup>2</sup>, lo que ha contribuido a aumentar la volatilidad macroeconómica y a reducir el crecimiento en la región (al afectar negativamente a la inversión en capital físico y humano), a incrementar la vulnerabilidad fiscal y a incumplir en varias ocasiones el pago de la deuda.

El carácter procíclico de la política fiscal en la región se vio exacerbado por una serie de factores —algunos genéricos y otros más específicos— que, en mayor o menor medida, aún perduran. Entre los primeros, destacan las presiones de los distintos actores del proceso político y presupuestario para aumentar el gasto público por encima de lo que resultaría óptimo, a las que se opone menos resistencia en las fases expansivas, cuando las restricciones presupuestarias son menores. Otro factor genérico es la naturaleza asimétrica de la disciplina de los mercados de deuda: en los buenos tiempos los capitales exteriores tienden a fluir generosamente, incluso cuando los fundamentales económicos no son sólidos<sup>3</sup>, mientras que cuando la percepción económica empeora se retraen, a veces de modo súbito y drástico (los frenazos o *sudden stops* de capital), obligando a restricciones fiscales en las fases bajistas del ciclo. En las economías latinoamericanas este sesgo procíclico tiende a ser más intenso debido a las características de los ingresos públicos, escasos en términos relativos, inciertos y sujetos a una elevada volatilidad, a lo que contribuye de modo importante su dependencia del precio de las materias primas, pues impuestos, *royalties* y beneficios de las empresas productoras públicas suponen una porción elevada del total de ingresos públicos. Por otro lado, la función estabilizadora de la política fiscal es más difícil en muchos de estos países, pues son propensos a fluctuaciones económicas pronunciadas —se trata de economías pequeñas y abiertas, con cambios bruscos en sus términos de intercambio, y que presentan una elevada exposición a unos flujos de capital muy procíclicos—. Y factores como la reducida flexibilidad del gasto público (que ha dado lugar a una concentración de los ajustes fiscales en la partida de inversión pública) y la necesidad de mitigar la pobreza y la desigualdad, tradicionalmente muy elevadas en la región, también pueden suponer trabas adicionales en algunas circunstancias.

Para atenuar el carácter procíclico de la política fiscal se requieren instrumentos que permitan crear un espacio suficiente, mediante el ahorro de los ingresos extraordinarios en

<sup>1</sup> Artículo basado en el Documento Ocasional del Banco de España n.º 1208, *Fiscal rules in Latin America: a survey*, del mismo autor.

<sup>2</sup> Véanse Gavin y Perotti (1997) y Alberola y Montero (2006).

<sup>3</sup> Véase Alberola, Molina y Del Río (2012).

los buenos tiempos y evitando derivas de gasto público excesivo. De esta forma se puede prevenir la aparición de restricciones a la financiación en los malos tiempos y mitigar los rápidos cambios que se producen en el sentimiento de los inversores en situaciones de crisis financieras. El espacio fiscal es aún más necesario si se tiene en cuenta el reducido papel que juegan los estabilizadores automáticos en la región, debido principalmente al pequeño tamaño de las bases impositivas —afectadas por la elevada informalidad— y al escaso desarrollo de los sistemas de protección contra el desempleo. Por último, estas iniciativas contribuirían a fortalecer la sostenibilidad de las finanzas públicas, un aspecto que ha sido un problema recurrente en América Latina durante décadas.

En las dos últimas décadas, un número creciente de países en todo el mundo han venido adoptado reglas fiscales con el fin de alcanzar tales objetivos. Así, mientras que en 1990 solo cinco países tenían reglas fiscales en funcionamiento, actualmente más de 75 operan con reglas fiscales de naturaleza nacional y/o supranacional<sup>4</sup>. De acuerdo con Kopits y Symansky (1998), una regla fiscal se define como una restricción sobre la política fiscal establecida mediante la fijación de límites numéricos sobre determinados agregados presupuestarios (principalmente, saldos fiscales y deuda pública) y/o mediante procedimientos presupuestarios.

La conveniencia o no de las reglas fiscales puede enmarcarse en el amplio debate teórico sobre reglas frente a discrecionalidad en el comportamiento de las autoridades económicas, iniciado por Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983) en sus trabajos sobre política monetaria. Las reglas e instituciones ligadas a la política fiscal han recibido menos atención por parte tanto de las autoridades económicas como de los investigadores. La discrecionalidad en la política fiscal puede resultar beneficiosa en determinadas circunstancias (por ejemplo, en situaciones que requieren una rápida respuesta de política, especialmente en los países latinoamericanos, donde, como se mencionó anteriormente, los choques inesperados suelen ser relevantes y se carece de grandes estabilizadores automáticos). Sin embargo, también hay una creciente evidencia de que la discrecionalidad puede ser utilizada de modo inadecuado, lo que lleva a un sesgo hacia el déficit fiscal o a la implementación de políticas fiscales procíclicas. Además, las decisiones en el terreno de la política fiscal y presupuestaria están en el centro del proceso político y, por tanto, son más difíciles de delegar en instituciones independientes —como son los bancos centrales—, aunque estas puedan tomar decisiones con un mayor nivel de optimalidad. En este sentido, los consejos fiscales, a diferencia de los bancos centrales en la política monetaria, se han constituido como organismos de control que proporcionan una evaluación independiente de la política fiscal, pero carecen normalmente de poder ejecutivo. Estos factores apuntan a la conveniencia de establecer reglas creíbles, aunque en la práctica la existencia de reglas puede llevar a respuestas fiscales no apropiadas en algunas circunstancias.

Este artículo está basado en un estudio amplio<sup>5</sup>, en el que se describen y analizan con detalle las reglas fiscales de siete países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), información que se resume en el cuadro 1. En particular, se exploran las características de esas reglas (el objetivo numérico específico establecido por la regla y el período en el que se aplica), las disposiciones legales que las respaldan (artículos de la constitución, leyes de alto nivel, legislación ordinaria o, simplemente, pautas políticas), las sanciones en caso de incumplimiento (ya sean institucionales o personales), la cobertura institucional (el nivel de gobierno al que se aplica,

4 Véase Schaechter *et al.* (2012).

5 Véase nota 1.



	Base legal	Última modificación	¿Objetivo estabilizar ciclo?	Nivel de gobierno	Objetivo numérico	Institución relacionada	Regla de oro (a)	Cláusula de escape (b)
Argentina	Ley 25.152, de Solvencia Fiscal (1999)	Ley 25.917, Régimen General de Responsabilidad Fiscal (2004)	No	Central, subnacional (acuerdo con central)	Crecimiento nominal del gasto público primario < crecimiento nominal del PIB	Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal	Sí	No
Brasil	<i>Lei de Responsabilidade Fiscal e Finanças Públicas Municipais</i> (2000)	2009	No	SP no financiero (c) (sin Petrobras)	Saldo público corriente (subnacional); saldo público primario (central)	<i>Fundo Soberano do Brasil</i>	Sí	Sí
Chile	Ley 20.128, sobre Responsabilidad Fiscal (2006) (d)	2011	Sí	Central	Saldo público estructural	Fondo de Estabilización Económica y Social/Fondo de Reserva de Pensiones	No	No
Colombia	Ley 358, «Ley de Semáforos» (1997)	Ley 1.473 (2011)	Sí	SP no financiero (c)	Saldo público primario estructural	Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica	No	No
México	Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (2006)	2010	Parcial	Central	Saldo público	Fondos de Estabilización	No	Sí
Perú	Ley 27.245, de Prudencia y Transparencia Fiscal (1999)	2007	No	SP no financiero (c)	Variación real del consumo público para el central; saldo público para el SP no financ. (c)	Fondo de Estabilización Fiscal	No (aunque favorable a la inversión)	Sí
Venezuela	2000		No	Central	Saldo público	Fondo de Estabilización Macroeconómica		

FUENTES: Leyes nacionales y bibliografía citada en el artículo.

a La inversión pública se deduce del gasto público.

b Cláusula que permite el incumplimiento temporal de la regla fiscal debido a profundas recesiones económicas, accidentes naturales, etc.

c Sector público no financiero.

d En el año 2006 se institucionalizó en forma de ley la regla que llevaba funcionando desde el año 2000 al comienzo del mandato del presidente Lagos.

nacional o subnacional) y la inclusión o no de «cláusulas de escape» en circunstancias especiales, tales como los desastres naturales y las graves recesiones. En el presente artículo se describen de forma general los tipos de reglas fiscales que suelen aplicarse, dedicando especial atención a su capacidad estabilizadora del ciclo. El carácter estabilizador de la política fiscal en los países latinoamericanos incluidos en el estudio se analiza empíricamente en la tercera sección. A continuación, este análisis se utiliza para realizar una valoración de la aplicación de reglas fiscales en América Latina. El artículo finaliza con unas conclusiones.

### Tipos de reglas fiscales

Todas las reglas fiscales buscan eliminar el sesgo hacia el déficit y, por lo tanto, tienen como objetivo último la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo. Aunque no existe una taxonomía definida respecto a las reglas, a efectos de este artículo, es conveniente resaltar aquellas que, además, están también orientadas a estabilizar a corto plazo el ciclo

económico, estableciendo el espacio fiscal suficiente para ello. Como se observa en el cuadro 1, el tipo de regla dominante en la región no tiende a primar este objetivo estabilizador.

Las reglas fiscales estabilizadoras tienen habitualmente como objetivo el equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico, es decir, en un marco de varios años, o bien objetivos numéricos anuales para alguna medida de saldo fiscal estructural, es decir, el saldo fiscal ajustado teniendo en cuenta variables cíclicas críticas, como la evolución del PIB y/o los precios de las materias primas. En muchos casos, este tipo de reglas están asociadas a la existencia de fondos de estabilización, donde se acumulan reservas (generadas a partir de superávits fiscales durante los auges económicos) que pueden ser retiradas para financiar los déficits públicos durante las recesiones.

Hacer operativas las reglas que tratan de reducir la volatilidad del ciclo puede enfrentar, sin embargo, algunas dificultades. Por un lado, la definición de un objetivo a lo largo del ciclo económico conlleva el riesgo de optar por una política fiscal demasiado laxa en el corto plazo, seguida de una corrección al final del período en el que se debe cumplir el objetivo, que podría, además, ser pospuesta en función de las circunstancias. Por otro lado, la definición de objetivos sobre los saldos públicos estructurales implica disponer de una medición fiable de la posición cíclica de la economía, lo cual es difícil, sobre todo en las economías emergentes, dado que la distinción entre tendencia y ciclo está mucho más difuminada<sup>6</sup> por su carácter más volátil. Cuando, además, el ciclo económico es muy dependiente de las exportaciones de materias primas, como en muchas economías latinoamericanas, la cuestión se complica adicionalmente, pues el cálculo de los saldos estructurales requiere la estimación del precio de equilibrio de las materias primas relevantes.

Como ejemplo del reto que supone aplicar adecuadamente las reglas estabilizadoras, considérese que el PIB de un país crece rápidamente y que esto se atribuye a una mejora estructural; en ese caso, la regla fiscal implicaría que el gasto público puede incrementarse de forma permanente. Sin embargo, si el aumento de la producción acabara siendo transitorio, el Gobierno se encontraría en una posición difícil, pues debería revertir los aumentos de gasto. Además, estos desarrollos habrían dotado a la política fiscal de un sesgo procíclico. Lo anterior sugiere que los Gobiernos deberían comportarse de manera conservadora en sus estimaciones del crecimiento potencial del PIB y/o del precio de largo plazo de las materias primas y, por ende, de los ingresos públicos, aunque los incentivos para este comportamiento prudente por parte de las autoridades no están siempre presentes. Asimismo, para una gestión óptima de los fondos de estabilización es crucial distinguir entre la naturaleza transitoria o permanente de los ingresos públicos, siendo preferible errar por el lado de la prudencia.

Las reglas fiscales no orientadas explícitamente a la estabilización del ciclo establecen objetivos numéricos sobre variables fiscales definidas en un momento determinado del tiempo (como la deuda pública, medida en términos de ingresos públicos o en términos de PIB) o durante un período de tiempo (saldo público, saldo público primario —es decir, sin considerar el pago de intereses de deuda—, ingreso público, gasto público —en su totalidad o categorías específicas del mismo—, costes del servicio de la deuda sobre el PIB, etc.). En algunos casos, también se utiliza la conocida como «regla de oro» (la inversión pública se deduce del gasto público) para salvaguardar esta partida, considerada como

---

6 Véase Aguiar y Gopinath (2007).

fundamental para el crecimiento económico futuro<sup>7</sup>. Las reglas fiscales pueden también incluir normas referentes al endeudamiento (por ejemplo, la prohibición de que el banco central otorgue financiación). Estas características pueden generar sesgos procíclicos en algunos casos. Por ejemplo, si se establecen techos al crecimiento del gasto público, la política de ingresos puede adoptar un carácter procíclico en las fases expansivas (los Gobiernos pueden optar por la reducción de impuestos o el aumento de deducciones fiscales y seguirían cumpliendo la regla fiscal). Por otro lado, aunque estas reglas fiscales sin un objetivo explícito estabilizador, al tener más limitado su objetivo, son menos sofisticadas y más simples de calcular, seguir y validar, en algunos casos pueden favorecer la adopción de prácticas poco deseables para cumplir con los objetivos, más incluso que las otras reglas: reclasificación de gastos corrientes como gastos de capital, utilización de entidades públicas que quedan fuera del presupuesto para llevar a cabo ciertas operaciones del Gobierno, utilización de instrumentos de deuda que no están incluidos en la deuda pública sujeta a restricciones numéricas, la contabilidad creativa, etc.

Hay, por lo tanto, ventajas e inconvenientes en ambos tipos de reglas fiscales. En primer lugar, los objetivos de transparencia, simplicidad y facilidad de control favorecen la elección de reglas fiscales basadas en metas numéricas para el saldo público, el gasto público o la deuda pública bruta. Sin embargo, no suelen contribuir a reducir o eliminar la naturaleza procíclica de la política fiscal e, incluso, pueden consolidarla. Respecto a las reglas estabilizadoras, que sí pueden tener un carácter contracíclico, es difícil alcanzar soluciones plenamente satisfactorias a los problemas de medición. En resumen, las reglas fiscales más sencillas, transparentes y fácilmente controlables no proporcionan la suficiente flexibilidad para dotar a la política fiscal de un carácter contracíclico, y las que están encaminadas a este objetivo enfrentan problemas técnicos, de comunicación y credibilidad que no son fáciles de superar.

En todo caso, para evaluar adecuadamente las reglas fiscales es preciso revisar otros aspectos, además del diseño y la instrumentación, como es su aplicación a distintos niveles de gobierno, o el respaldo político y legislativo que tienen.

La aplicación de las reglas fiscales se puede limitar al Gobierno nacional o puede incluir otros niveles de gobierno. Cuanto mayor sea el número de niveles de gobierno mayor es el riesgo de dilución de la responsabilidad fiscal. Adicionalmente, la descentralización, que ha aumentado en las últimas décadas [véase Ter-Minassian y Jiménez (2011)] y que ha llevado a que los Gobiernos subnacionales sean los responsables de volúmenes cada vez más sustanciales de gasto público (especialmente, gasto social e inversión pública), ha tendido a reducir el control sobre el comportamiento fiscal de las regiones. Por ello, se han ido adoptando también reglas fiscales para tratar de disciplinar el comportamiento de los Gobiernos subnacionales e impedir que acumulen deudas insostenibles y pasivos contingentes que, en última instancia, podrían requerir operaciones de rescate por parte del Gobierno central. Estas reglas pueden ser adoptadas por el Gobierno central o directamente por las regiones. En el primer tipo de reglas, que suelen introducirse cuando ya se han producido rescates anteriores, la autoridad central impone las reglas fiscales a los Gobiernos subnacionales y se encarga de su seguimiento; además, suelen incluir algún tipo de garantías implícitas o explícitas para el posible rescate de los Gobiernos subnacionales. El caso en el que los Gobiernos regionales adoptan voluntariamente reglas fiscales

---

7 Véase Carranza *et al.* (2011) para un análisis de la inversión en infraestructura pública y los marcos fiscales. En cualquier caso, todo el gasto público en capital no es necesariamente productivo y hay elementos fuera de estas partidas, como la atención sanitaria y los gastos de educación, que pueden tener un mayor efecto positivo sobre el crecimiento potencial de las economías. Adicionalmente, al no considerarse ciertas partidas, se debilita el vínculo con la sostenibilidad de la deuda.

vinculantes suele ser mucho menos frecuente, aunque a veces el Gobierno central intenta dar ejemplo y proporcionar un incentivo para que los Gobiernos subnacionales adopten políticas fiscales prudentes. También es importante la estructura política del país. Los países federales (Argentina, Brasil y México) tienden a ser más descentralizados fiscalmente y el Gobierno nacional no puede decidir de manera unilateral. En cambio, en los países más centralizados históricamente (Colombia y Perú), la Constitución otorga al Gobierno nacional poder para legislar en todas las áreas y decidir unilateralmente qué poderes y recursos fiscales se delegará en los niveles inferiores de gobierno.

La existencia de consenso y el compromiso político sobre las reglas fiscales son vitales para su éxito. Es poco probable que reglas que no cuenten con un amplio consenso social y político se apliquen efectivamente, y en casos de inestabilidad política pueden terminar siendo ignoradas. De hecho, cuando la credibilidad fiscal es baja y las instituciones débiles, las reglas fiscales no solo pueden ser ineficientes, sino que su incumplimiento puede debilitar aún más el frágil contexto institucional. En ese sentido, Schmidt-Hebbel (2010) demuestra que, cuanto mejor es la posición fiscal, mayor la estabilidad de los Gobiernos, mayor el PIB per cápita y existe gasto público contracíclico, aumenta la probabilidad de que se adopten reglas fiscales. Además, estas reglas pueden contribuir a la estabilidad y al crecimiento solo si están bien diseñadas y tienen en cuenta las condiciones específicas de carácter histórico, cultural, político y económico del país, como la dotación de recursos naturales, el grado de descentralización fiscal, etc.

Por otra parte, la aceptación política y social de una regla fiscal también será mayor si está incluida dentro de leyes de responsabilidad fiscal. Estas leyes proporcionan normas de procedimiento para elaborar los presupuestos y reglas de transparencia que determinan cuál es la información fiscal que debe hacerse pública y cuáles son los mecanismos para la rendición de cuentas<sup>8</sup>.

Los costes políticos del incumplimiento de las reglas fiscales también se incrementan si un organismo de control fiscal independiente está encargado de supervisar su aplicación, pues ello reduce significativamente los riesgos de manipulación de la regla por motivos políticos. Este es especialmente el caso de reglas fiscales que requieran cálculos complejos y técnicamente exigentes. Por lo tanto, los consejos fiscales funcionan como complementos, y no como sustitutos, de las reglas fiscales. En cualquier caso, incluso los expertos independientes son susceptibles de sobreestimar o subestimar el potencial de crecimiento o los precios de los productos básicos.

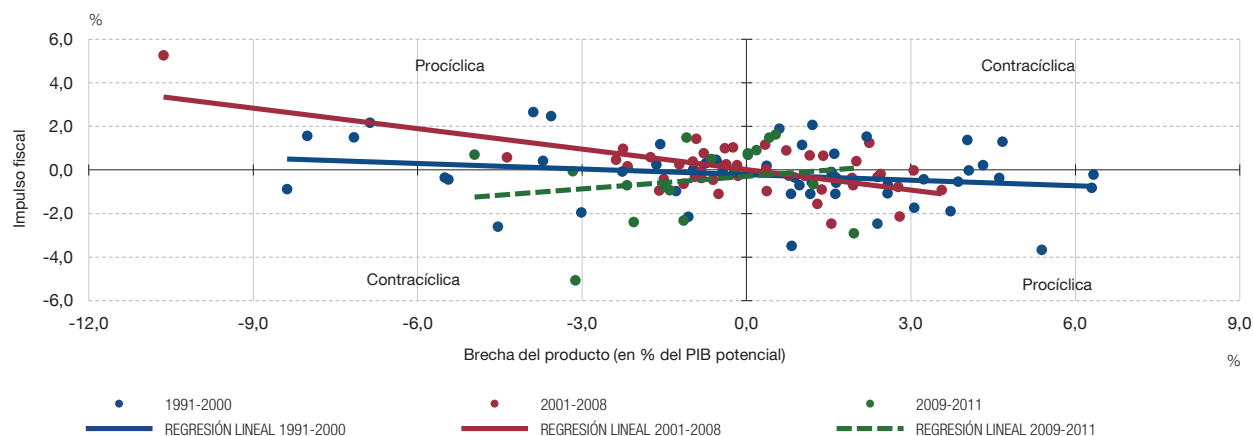
#### El carácter de la política fiscal en América Latina en las dos últimas décadas

Para valorar el carácter de la política fiscal (procíclica, contracíclica o acíclica) se utiliza el concepto de «impulso fiscal». Este se define como el cambio en el saldo público primario estructural, es decir, el saldo fiscal sin computar los pagos por intereses de la deuda y neto del efecto del ciclo. El impulso fiscal mide cómo contribuyen cambios en la política fiscal a la demanda agregada de la economía.

En el gráfico 1, se representan el impulso fiscal y la situación cíclica de la economía para seis países de América Latina en el período 1991-2011<sup>9</sup>. Un signo positivo del impulso

<sup>8</sup> El artículo se centra estrictamente en el análisis económico de las reglas, dejando al margen los procedimientos y la transparencia.

<sup>9</sup> El autor agradece a Ángel Melguizo, del Banco Interamericano de Desarrollo y, antes, del Centro de Desarrollo de la OCDE, las estimaciones de ingresos públicos estructurales de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú según la metodología estandarizada de la OCDE, ajustados también por el precio a largo plazo de las materias primas [siguiendo a Vladkova-Hollar y Zettelmeyer (2008)]. Los datos originales de los saldos públicos proceden de la CEPAL y el FMI.



FUENTES: Comisión Económica para América Latina y el Caribe y Fondo Monetario Internacional.

a Una pendiente negativa indica que la política fiscal es procíclica. Una línea discontinua implica que el coeficiente estimado en la regresión lineal no es significativo.

fiscal se corresponde con un aumento del saldo público estructural e indica una política fiscal contractiva, y viceversa. El cuadrante superior derecho del gráfico —donde el impulso fiscal contractivo coincide con una situación de expansión económica— y el cuadrante inferior izquierdo —donde el impulso fiscal expansivo coincide con brechas de producción negativas— caracterizan la política fiscal contracíclica y, por tanto, estabilizadora del ciclo económico. Los otros dos cuadrantes indican políticas fiscales procíclicas. En los puntos más cercanos al eje horizontal, las políticas fiscales son más neutrales respecto al ciclo económico.

El cuadro 2 contabiliza los años en los que las políticas fiscales son contracíclicas en tres períodos diferentes, 1991-2000, 2001-2008 y 2009-2011, resultando que ese es el caso en aproximadamente un 40 % de las observaciones de la muestra. No obstante, en los dos primeros períodos, solo un tercio de las observaciones revelan un comportamiento contracíclico, mientras que en el período más reciente lo son más de dos tercios. Para valorar si la relación entre la política fiscal y el ciclo económico es estadísticamente significativa, se estiman regresiones lineales simples entre la variación del saldo presupuestario estructural (impulso fiscal) y el nivel de la brecha del producto. En el gráfico 1 se representan las regresiones lineales para tres submuestras (1991-2000, 2001-2008 y 2009-2011). Los resultados de las estimaciones para cada país y para el conjunto de países en cada submuestra se muestran en el cuadro 2. Los coeficientes solo son estadísticamente significativos para Argentina, que presenta un signo negativo y, por tanto, una política fiscal procíclica en todos los períodos, y para el conjunto de países, para el que la política fiscal es significativamente procíclica hasta 2008, con un coeficiente incluso más elevado y significativo en la segunda década; no obstante, la relación deja de ser significativa si se excluye a Argentina.

Otros estudios [Vladkova-Hollar y Zettelmeyer (2008) y Jiménez y Kacef (2009)] encuentran diferencias entre ambas décadas, de forma que la política fiscal pasa de ser procíclica a no estar relacionada con el ciclo. Izquierdo y Talvi (2008) son escépticos respecto al mayor efecto estabilizador de las políticas fiscales en el período previo a la crisis financiera, si bien destacan las mejoras llevadas a cabo en la estructura y composición de la deuda pública. Céspedes y Velasco (2011) centran su análisis en la variación del

Variable dependiente: impulso fiscal (cambio en el saldo público primario estructural) (a) (b)

	1991-2000		2001-2008		2009-2011	
	Número años contracíclica	Coefficiente estimado	Número años contracíclica	Coefficiente estimado	Número años contracíclica	Coefficiente estimado
Argentina	3/10	-0,2895***	0/8	-0,4740***	1/3	
Brasil			2/8	-0,0458	2/3	
Chile	2/10	0,0595	4/8	0,2017	2/3	
Colombia	3/10	-0,0147	3/8	0,0869	3/3	
México	4/10	-0,1812	4/8	-0,0245	2/3	
Perú	5/10	-0,0112	3/8	-0,1401	3/3	
Todos los países	17/50	-0,0891*	16/48	-0,3261***	13/18	0,2001

FUENTE: Banco de España.

a Regresión del impulso fiscal sobre la brecha de la producción. Mínimos cuadrados ordinarios, errores estándar robustos.

b El saldo público primario estructural se calcula utilizando datos de la CEPAL y el FMI y con la metodología descrita en Daude *et al.* (2011).

NOTA: \*, \*\* y \*\*\* denotan que los coeficientes estimados son estadísticamente significativos al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

impulso fiscal a lo largo del ciclo de materias primas, en lugar de a lo largo del ciclo económico<sup>10</sup>. De acuerdo con sus resultados, el carácter procíclico de la política fiscal en América Latina se moderó en el episodio de aumento de los precios de las materias primas en el período 2003-2008.

Según los análisis disponibles, en el período posterior a la crisis (2009-2011), la política fiscal comienza a adoptar un carácter contracíclico. En los cinco países que se analizan (salvo Argentina), durante los años 2009-2011, el impulso fiscal y la brecha de producción tuvieron el mismo signo en 12 de las 15 observaciones. Además, una vez que la brecha de producción volvió a ser positiva en 2011 en Brasil, Chile, Colombia y Perú, el impulso fiscal mantuvo el signo contractivo<sup>11</sup>. En términos estadísticos, el coeficiente de regresión es positivo y, si se excluye a Argentina, es estadísticamente significativo.

La falta de evidencia sobre el carácter estabilizador de la política fiscal en América Latina, en el pasado, y los indicios incipientes de que se ha producido un cambio a mejor recientemente pueden deberse a un factor explicativo ya comentado: la restricción financiera sobre el sector público<sup>12</sup>. Tradicionalmente se argumenta que la política fiscal es procíclica especialmente en los períodos de crisis, dado el racionamiento del crédito que sufren los Gobiernos<sup>13</sup>. Pero las épocas de bonanza tienden a coincidir con períodos de tipos de interés reducidos y condiciones más laxas para conceder créditos, lo que provoca que endeudarse sea más atractivo. La segunda parte de los años noventa se caracterizó por una secuencia de crisis financieras en las economías emergentes, que reforzó el carácter procíclico de la política fiscal. En la primera década de este siglo, las crisis fueron menos

10 Los precios de las materias primas no dependen de las decisiones de política económica adoptadas en esos países, lo que permite afirmar que no existen problemas de endogeneidad cuando se utiliza la estimación mediante mínimos cuadrados ordinarios. Esta es una gran ventaja sobre la mayor parte de la literatura que examina la naturaleza de la política fiscal respecto al ciclo económico.

11 Véase Daude y Melguizo (2012).

12 Véase Alberola y Montero (2006), para un respaldo empírico de esta hipótesis.

13 Véase Daude *et al.* (2011).

recurrentes y severas, pero fue un período de expansión sostenido (entre 2003 y 2008) que permitió elevados ingresos y condiciones de financiación muy favorables, características que siguieron favoreciendo el sesgo procíclico, al tiempo que permitían una mejora de los saldos fiscales. Por su parte, la respuesta estabilizadora de la política fiscal tras la última crisis global puede relacionarse con una combinación de los dos factores. Por un lado, la restricción financiera, aunque intensa, fue de corta duración; por otro lado, los fundamentos fiscales habían mejorado lo suficiente como para construir un espacio fiscal que permitiera llevar a cabo una política contracíclica.

#### Valoración de las reglas fiscales en América Latina

El impacto de las reglas fiscales sobre la sostenibilidad de la deuda y la estabilización de los ciclos económicos es difícil de valorar empíricamente.

En primer lugar, las reglas operan desde hace relativamente poco. En segundo lugar, pueden existir problemas de causalidad inversa: es posible que sean los países/Gobiernos más virtuosos los que establezcan marcos fiscales que contribuyan a la sostenibilidad fiscal y a ofrecer respuestas políticas adecuadas en el ciclo económico, en lugar de que tales marcos fiscales sean los que lleven a un comportamiento más ortodoxo de los Gobiernos. En tercer lugar, dado que muchos Gobiernos han incumplido las reglas fiscales<sup>14</sup>, sería necesario disponer de datos sobre las reglas fiscales *de facto* (un índice de cumplimiento de las reglas fiscales *de iure*), que mejorara el poder explicativo del modelo, y aplicar técnicas econométricas que pudieran salvar estos inconvenientes. Por último, otros dos factores, además de las reglas fiscales, pueden resultar relevantes a la hora de explicar la mejora en el comportamiento de la política fiscal: el efecto de ir aprendiendo del pasado y la calidad de las autoridades fiscales.

Como consecuencia de todo lo anterior, no existe un consenso en la literatura sobre cuáles son los efectos de las reglas fiscales sobre la política fiscal en América Latina. Varios trabajos han demostrado que la existencia de reglas fiscales se correlaciona con un mejor desempeño fiscal en lo referente a la estabilización del ciclo<sup>15</sup>, pero otros estudios empíricos no encuentran estos efectos positivos de las reglas fiscales<sup>16</sup>. Concretamente, en relación con la función estabilizadora del ciclo económico de la política fiscal, el FMI (2011) señala que, después de la adopción de reglas fiscales, la política fiscal en los países latinoamericanos ha sido, en general, procíclica, dado que el gasto público en términos reales se expandió muy por encima del crecimiento potencial. De hecho, algunos autores consideran que una forma de atenuar un comportamiento procíclico del gasto público en las reglas fiscales es reemplazar el crecimiento anual del PIB como referencia por una medida de crecimiento potencial de la economía definida *ex ante*. Este es el tipo de mecanismo adoptado por la Unión Europea.

Por otro lado, Daude *et al.* (2011) muestran que para los países latinoamericanos la sostenibilidad de la deuda pública ha mejorado recientemente, pues todos los países de la región, excepto Argentina, registraron saldos públicos que aseguraban la sostenibilidad de la deuda pública durante la última década. Sin embargo, los autores no atribuyen estos logros a la adopción de reglas fiscales.

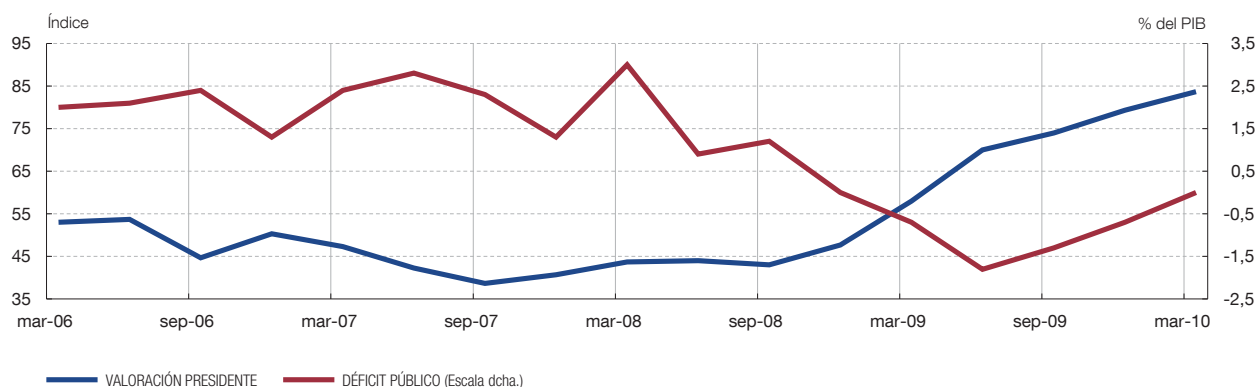
El análisis de la sección anterior tampoco permite aproximar en qué medida las reglas fiscales han podido condicionar el carácter de la política fiscal en los países de América

<sup>14</sup> Para el grado de cumplimiento en los países de América Latina, véanse los cuadros 2 a 7 del Documento Ocasional de referencia.

<sup>15</sup> Véase Manasse (2006).

<sup>16</sup> Véanse Thornton (2009) o Cáceres *et al.* (2010).





FUENTES: Adimark GfK, Encuesta de Opinión Pública y Ministerio de Economía, Fomento y Turismo de Chile.

Latina. La política fiscal es procíclica tanto en el período 1991-2000 como en el 2001-2008, no existiendo en el primero de ellos reglas fiscales, que se fueron implantando progresivamente desde finales de los años noventa. Solo en Colombia, aunque el coeficiente estimado no es significativo, la política fiscal puede considerarse que pasa de ser procíclica a contracíclica, y en Chile se incrementa el coeficiente contracíclico tras la adopción de la regla fiscal.

Además, la reciente crisis financiera (con el consiguiente efecto negativo sobre el crecimiento económico y el precio de las materias primas) ha puesto en evidencia algunas limitaciones de las reglas tal y como habían sido definidas. La mayoría de los países llevaron a cabo políticas contracíclicas en los años 2009-2011, pero para ello tuvieron que modificar las reglas mediante la incorporación de cláusulas de escape *ad hoc*, porque, tal y como estaban diseñadas, permitían poco espacio para adaptarse a ese *shock* negativo. Un camino que se debería explorar para el futuro es el diseño de reglas que contengan cláusulas de escape predefinidas y que requieran un análisis objetivo para invocar su aplicación. De esta manera, la credibilidad de la regla fiscal no se vería menoscabada, como ha ocurrido, por ejemplo, en Perú con las numerosas modificaciones introducidas en los últimos años sobre el objetivo de gasto público. También se debería especificar de forma clara la senda de retorno a los objetivos numéricos en la regla fiscal y el tratamiento de las desviaciones acumuladas.

Más allá de la existencia o no de efectos significativos de las reglas fiscales sobre la política fiscal, la experiencia de la última década sí permite afirmar que su implementación práctica no ha sido fácil desde el punto de vista político, especialmente en los años de bonanza económica y de precios elevados de las materias primas, como muestra el ejemplo chileno [Frankel (2011a)]. En 2007 y 2008, la presidenta de Chile tenía un índice de aprobación bajo (véase gráfico 2) en lo referente a la gestión de la economía. Una de las razones fue el sentimiento popular de que el Gobierno se resistía a gastar los ingresos públicos crecientes procedentes de las exportaciones de cobre, que se ahoraban en fondos de estabilización. Por el contrario, desde mediados de 2009, su índice de aprobación aumentó fuertemente, a pesar de las dificultades económicas que acarreó la recesión mundial (la economía chilena se contrajo un 1,5 % en 2009 y la tasa de paro se situó en su nivel más elevado de los últimos cinco años, con un 10 %). A ello contribuyó que el Gobierno aumentara el gasto público de forma drástica, utilizando para ello los activos financieros que había adquirido durante el período de bonanza.

La valoración de la aplicación de reglas fiscales en América Latina también depende, como se ha señalado, de la cobertura institucional que tengan y de la autonomía de los distintos niveles de gobierno (Chile es un sistema fiscal relativamente centralizado, la descentralización en México y Perú está creciendo, y Argentina, Brasil y Colombia tienen una mayor autonomía). Incluso en el caso de los sistemas descentralizados existen diferencias entre los países en los que el Gobierno central impone reglas sobre los Gobiernos subnacionales (Brasil, Colombia y Perú) y los casos, como Argentina, donde el Gobierno federal ha operado por la vía de los incentivos o el ejemplo (imponiéndose a sí mismo reglas fiscales) para que las provincias fijaran sus propias reglas de forma voluntaria. En cualquier caso, las reglas fiscales no pueden sustituir a sistemas bien diseñados de relaciones fiscales intergubernamentales. La mayoría de los países de la región carecen de foros formales para el diálogo entre los distintos niveles del gobierno, la formulación de los presupuestos de los Gobiernos subnacionales a menudo se lleva a cabo sin datos aportados por el Gobierno central, y la presentación de informes por las regiones sobre su ejecución presupuestaria está sujeta a largos retrasos y los informes están elaborados con normas contables no homogéneas. Además, en los casos en que los Gobiernos subnacionales han acumulado un gran volumen de deuda en el pasado, como en Argentina o Brasil, la regla fiscal ha ido ligada a una reestructuración de la deuda de estos Gobiernos.

Desde un punto de vista institucional, la mayoría de los países de la región o bien carecen de consejos fiscales, es decir, de instituciones con un mandato específico para evaluar y vigilar la aplicación y el impacto de la política fiscal, o bien estos son institucionalmente débiles, de forma que su diagnóstico no es vinculante, y la rendición de cuentas sobre los presupuestos, así como la evaluación *ex post*, no es relevante. Solo en Chile existe un organismo independiente cuyas previsiones y directrices metodológicas son insumos esenciales en la aplicación de la regla fiscal. En este sentido, la siguiente generación de reglas fiscales en América Latina debería dar un mayor protagonismo a las agencias fiscales independientes para poder enfrentar las asimetrías de información entre los votantes y los políticos<sup>17</sup>, y para reducir el exceso de optimismo de las previsiones presupuestarias de los Gobiernos, sobre todo durante las épocas de bonanza<sup>18</sup>.

## Conclusiones

A la hora de realizar una valoración de la política fiscal en las mayores economías de América Latina existe un consenso sobre que esta ha contribuido a mejorar la sostenibilidad de la deuda pública en las dos últimas décadas. Sin embargo, en relación con su capacidad estabilizadora del ciclo, no se han producido cambios relevantes hasta la reciente crisis financiera, cuando la mayor parte de estas economías llevaron a cabo políticas contracíclicas, un hecho novedoso en la historia de la región.

Las reglas fiscales son mecanismos que, en principio, pueden contribuir a guiar los esfuerzos para lograr la disciplina fiscal y, dependiendo de su diseño, contribuir a mejorar el papel estabilizador de la política presupuestaria. En América Latina comenzaron a aplicarse desde finales de los años noventa y existe una amplia variedad de reglas fiscales, con distintos grados de cobertura entre los distintos niveles de gobierno. Aunque sus comienzos fueron, en general, difíciles y se modificaron repetidamente, por las reiteradas desviaciones del objetivo fiscal, poco a poco se han ido enraizando en el engranaje político y presupuestario. No obstante, durante la reciente crisis financiera las modificaciones han sido también especialmente notorias. Con todo, resulta muy difícil establecer hasta qué punto la mejora en la disciplina de la política fiscal y el mayor papel estabilizador de la política fiscal tras la crisis financiera vienen causados por la progresiva implantación de reglas fiscales.

17 Véanse Debrun Gérard y Harris (2012) y Caballero *et al.* (2011), para el caso chileno.

18 Véase Frankel (2011b).

El diseño de reglas fiscales, su aplicación efectiva y su cumplimiento son retos importantes, ya que tienen implicaciones económicas y de economía política muy relevantes: i) limitan la flexibilidad de los gobernantes para responder a los diferentes retos económicos y políticos, sobre todo en estos países donde los estabilizadores automáticos no están muy desarrollados, aunque esto, desde el punto de vista de la disciplina, puede no ser necesariamente negativo; ii) requieren un análisis de costes y beneficios de la adopción de distintas medidas, pues cada tipo de regla tiene distintas implicaciones en términos de volatilidad de las principales variables fiscales y diferentes problemas de aplicación, y iii) hay que adaptarlas a las características específicas económicas e institucionales de cada país. De este modo, no se puede determinar una única regla fiscal óptima, pues dependerá de todos los factores anteriores y de si se pretende enfatizar la capacidad estabilizadora de la política fiscal. Además, las prioridades pueden cambiar con el tiempo, una vez que los objetivos iniciales de las políticas se van consiguiendo, lo que puede justificar un cambio de la regla fiscal. Por ejemplo, una vez mejorada notablemente la sostenibilidad de la deuda pública en la mayoría de los países de América Latina, puede ganar peso el objetivo adicional de alcanzar una mayor capacidad estabilizadora a lo largo de los ciclos económicos.

En cualquier caso, aunque las reglas fiscales pueden ayudar a guiar los esfuerzos para lograr la disciplina fiscal, no son herramientas suficientes. De hecho, las reglas fiscales pueden considerarse como la expresión formal de la voluntad política de mantener la disciplina fiscal: una política fiscal basada en reglas no tendrá éxito si no existe la voluntad política para hacerlas cumplir.

10.1.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGUIAR, M., y G. GOPINATH (2007). «Emerging market business cycles: the cycle is the trend», *Journal of Political Economy*, 115, pp. 69-102.
- ALBEROLA, E., L. MOLINA y P. DEL RÍO (2012). *Boom-bust cycles, imbalances and discipline in Europe*, Documentos de Trabajo, n.º 1220, Banco de España.
- ALBEROLA, E., y J. MONTERO (2006). «Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America», *Economía*, 7, pp. 157-193.
- BARRO, R. J., y D. GORDON (1983). «Rules, discretion, and reputation in a positive model of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 101-121.
- CABALLERO, R., V. CORBO, M. MARCEL, F. ROSENDE, K. SCHMIDT-HEBBEL, R. VERGARA y J. VIAL (2011). *Informe del comité asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile*.
- CÁCERES, C., A. CORBACHO y L. MEDINA (2010). *Structural breaks in fiscal performance: do fiscal responsibility laws have anything to do with them?*, Working Paper 10/248, FMI.
- CARRANZA, L., C. DAUDE y A. MELGUIZO (2011). *Public infrastructure investment and fiscal sustainability in Latin America: incompatible goals?*, Working Paper n.º 301, Development Centre, OCDE.
- CÉSPEDES, L., y A. VELASCO (2011). *Was this time different? Fiscal policy in commodity republics*, Working Paper n.º 365, BIS.
- DAUDE, C., y A. MELGUIZO (2012). *Fiscal policy in Latin America: How much room for manoeuvre?* (en vox.eu.org).
- DAUDE, C., A. MELGUIZO y A. NEUT (2011). «Fiscal policy in Latin America: counter-cyclical and sustainable?», *Economics: The Open-Access, Open Assessment e-Journal*, 5.
- DEBRUN, X., M. GERARD y J. HARRIS (2012). *Fiscal policies in crisis mode: Has the time for fiscal councils come at last?*, 4<sup>th</sup> Annual Meeting, Parliamentary Budget Officials and Independent Fiscal Institutions, OCDE.
- FMI (2011). «Rule-based fiscal frameworks for Latin America», *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere*, pp. 41-42 (recuadro 2.3).
- FRANKEL, J. (2011a). *A solution to fiscal procyclicality: the structural budget institutions pioneered by Chile*, Working Paper n.º 16945, NBER.
- (2011b). «Over-optimism in forecasts by official budget agencies and its implications», *Oxford Review of Economic Policy*, 27, pp. 536-562.
- GAVIN, M., y R. PEROTTI (1997). «Fiscal policy in Latin America», *NBER Macroeconomic Annual 1997*, vol. 12, pp. 11-72.
- IZQUIERDO, A., y E. TALVI (2008). *All that glitters may not be gold: assessing Latin America's recent macroeconomic performance*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- JIMÉNEZ, J. P., y O. KACEF (2009). *Macroeconomic policies in times of crisis: options and prospects*, Project Document LC/W275, Santiago de Chile, CEPAL.
- KOPITS, G., y S. SYMANSKY (1998). *Fiscal Rules*, Occasional Paper 162, FMI.

- KYDLAND, F. W., y E. C. PRESCOTT (1977). «Rules rather than discretion: the inconsistency of the optimal plans», *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-491.
- MANASSE, P. (2006). *Procyclical fiscal policy: shocks, rules and institutions – a view from MARS*, Working Paper 06/27, FMI.
- SCHAECHTER, A., T. KINDA, N. BUDINA y A. WEBER (2012). *Fiscal rules in response to crisis – Toward the «next-generation» rules. A new dataset*, Working Paper 12/187, FMI.
- SCHMIDT-HEBBEL, K. (2010). «Fiscal rules and institutions in the world and in Chile», trabajo preparado para la *Conferencia sobre Instituciones Fiscales Independientes*, organizada por el Consejo Fiscal de Hungría.
- TER-MINASSIAN, T., y J. P. JIMÉNEZ (2011). *Macroeconomic challenges of fiscal decentralization in Latin America in the aftermath of the global financial crisis*, Serie Macroeconomía del Desarrollo, n.º 112.
- THORNTON, J. (2009). «Do fiscal responsibility laws matter? Evidence from emerging market economies suggest not», *Journal of Economic Policy Reform*, 12, pp. 127-132.
- VLADKOVA-HOLLAR, I., y J. ZETTELMEYER (2008). *Fiscal positions in Latin America: Have they really improved?*, Working Paper 08/137, FMI.



Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

## Introducción

Durante el cuarto trimestre de 2012 se han publicado numerosas disposiciones de carácter financiero, como viene siendo habitual en el tramo final de cada año, que se resumen en este artículo.

El Banco Central Europeo (BCE) ha promulgado cuatro disposiciones: la actualización de ciertos criterios de selección de los activos de garantía relativos a los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema; el establecimiento de cambios temporales en la admisibilidad de nuevos activos de garantía en las operaciones de política monetaria; la regulación relativa a las estadísticas sobre cartera de valores emitidos por residentes de la zona del euro y mantenidos por los sectores institucionales, y el marco de gestión de la Base de Datos Centralizada de Valores.

En el ámbito de las entidades de crédito, se han publicado normas relativas a: las medidas para el saneamiento de los balances afectados por el deterioro de sus activos vinculados al sector inmobiliario; la regulación del marco de reestructuración y resolución de entidades, así como otras modificaciones en el ámbito financiero; el desarrollo normativo de las sociedades de gestión de activos y de los fondos de activos bancarios; las disposiciones necesarias para el cumplimiento de los requerimientos mínimos de capital principal, y las modificaciones de las normas de información financiera pública y reservada.

Por otro lado, se ha regulado el procedimiento de presentación de quejas, reclamaciones y consultas ante los servicios de reclamaciones por parte de los usuarios de servicios financieros.

En el campo de la deuda del Estado, se ha actualizado la normativa de los convenios de colaboración relativos a los fondos de inversión en deuda del Estado.

Por otra parte, la nueva normativa para la intensificación de las actuaciones en la prevención y lucha contra el fraude, y las novedades en las obligaciones de información sobre bienes y derechos situados en el extranjero, incorporaron algunos aspectos financieros y fiscales.

En el área del mercado de valores, se han promulgado dos disposiciones: la modificación de la normativa en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores, y la subasta de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

Finalmente, se resumen las novedades de carácter financiero y fiscal, contenidas en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2013, y en la Ley de Medidas Tributarias Dirigidas a la Consolidación de las Finanzas Públicas y al Impulso de la Actividad Económica, así como ciertas medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios.

En el cuadro 1 se detallan los contenidos de este artículo.

1	Introducción
2	Banco Central Europeo: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema
2.1	Criterios comunes de selección de los activos de garantía
2.2	Criterios de admisión adicionales aplicables a los bonos de titulización
2.3	Criterios de admisión adicionales aplicables a los bonos garantizados
2.4	Normas de uso de los activos admisibles
2.5	Seguimiento del funcionamiento de los sistemas de evaluación del crédito
2.6	Penalizaciones pecuniarias
3	Banco Central Europeo: cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria
4	Banco Central Europeo: estadísticas sobre carteras de valores
4.1	Obligaciones de información estadística
4.2	Exenciones
4.3	Plazos de transmisión de la información
4.4	Otros aspectos de la norma
5	Banco Central Europeo: Base de Datos Centralizada de Valores
5.1	Objeto y ámbito de aplicación
5.2	Autoridades competentes en materia de GCD
5.3	Objetivos, parámetros y umbrales de GCD
5.4	Informe anual de calidad
6	Sanearamiento y venta de activos inmobiliarios de las entidades de crédito, y otras medidas en el ámbito financiero
6.1	Medidas para el saneamiento de los balances de las entidades de crédito
6.2	Procesos de integración de entidades de crédito
6.3	Sociedades para la gestión de activos
6.4	Régimen fiscal de las operaciones de aportación de activos a sociedades para la gestión de activos
6.5	Participaciones preferentes y otros instrumentos en circulación
6.6	Modificación de la normativa sobre billetes y monedas de curso legal
6.7	Renovación y cese de los órganos rectores del Banco de España
6.8	Régimen excepcional de retribución a los socios mediante el Fondo de Reserva Obligatorio de las cooperativas de crédito
7	Reestructuración y resolución de entidades de crédito: nuevas disposiciones y otras modificaciones en el ámbito financiero
7.1	Disposiciones más relevantes del Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto, incluidas en la Ley 9/2012
7.1.1	Gestión de situaciones de crisis de entidades de crédito
7.1.2	Refuerzo de las competencias del FROB
7.1.3	Sistema de reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades de crédito
7.1.4	Sociedades de Gestión de Activos
7.1.5	Refuerzo de la protección a los inversores minoristas
7.1.6	Nuevos requerimientos del capital principal
7.1.7	Traspaso de competencias al Banco de España
7.1.8	Nuevas funciones del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito
7.1.9	Modificaciones en la normativa del mercado de valores en materia de folletos exigibles en las emisiones de valores
7.2	Modificaciones de otras disposiciones del ámbito financiero introducidas por la Ley 9/2012
7.2.1	Novedades en la transformación de cajas de ahorros en fundaciones de carácter especial
7.2.2	Concesión de un crédito extraordinario para la recapitalización de las entidades de crédito
7.2.3	CNMV: nuevas competencias

8	Sociedades de gestión de activos
8.1	Marco general
8.2	Transmisión de activos
8.2.1	Criterios para realizar los ajustes de valoración
8.2.2	Valor de transmisión de los activos
8.3	Régimen de supervisión y sancionador
8.4	Sociedad de Gestión de Activos para la Reestructuración Bancaria (SAREB)
8.8.1	Régimen jurídico
8.8.2	Transmisión de activos
8.8.3	Obligaciones generales de transparencia y de formulación de cuentas anuales
8.8.4	Régimen fiscal
8.5	Fondos de activos bancarios (FAB)
8.5.1	Régimen jurídico
8.5.2	Sociedades gestoras de fondos de titulización de activos
8.5.3	Régimen de transmisión de activos y pasivos
8.5.4	Emisiones de valores
8.5.5	Fusión y escisión
8.5.6	Obligaciones de información
8.5.7	Régimen fiscal de los FAB
9	Entidades de crédito: requerimientos mínimos de capital principal
9.1	Elementos de recursos propios computables como capital principal
9.2	Deducciones de los elementos de recursos propios computables como capital principal
9.3	Información periódica del capital principal
10	Entidades de crédito: modificación de las normas de información financiera pública y reservada
10.1	Mayores coberturas para los activos inmobiliarios
10.2	Criterios de transparencia mínima de los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas
10.3	Información relacionada con las operaciones de refinanciación, refinanciadas y reestructuradas
10.4	Información sobre financiaciones a la clientela
10.5	Información sobre concentración de riesgos
10.6	Otras novedades
11	Servicios de reclamaciones: procedimiento de presentación de reclamaciones
11.1	Ventanilla única
11.2	Legitimación para formular quejas, reclamaciones y formulación de consultas
11.3	Procedimiento para la presentación de las reclamaciones o quejas
11.4	Procedimiento para la presentación de las consultas
12	Convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado: actualización de su normativa
13	Modificación de la normativa para la intensificación de las actuaciones en la prevención y lucha contra el fraude
13.1	Limitaciones a los pagos en efectivo
13.2	Cuentas, títulos, valores y bienes inmuebles situados en el extranjero
13.3	Modificación de la Ley del Mercado de Valores
13.4	Novedades en la Ley General Tributaria
13.5	Novedades en la imposición directa
13.6	Novedades en la imposición indirecta



14	Obligaciones de información sobre bienes y derechos situados en el extranjero y otras modificaciones en el ámbito fiscal
14.1	Novedades en el ámbito financiero
14.1.1	Obligación de informar acerca de cuentas en entidades financieras situadas en el extranjero
14.1.2	Obligación de información sobre valores, derechos, seguros y rentas depositados, gestionados u obtenidos en el extranjero
14.1.3	Obligación de informar sobre bienes inmuebles y derechos sobre bienes inmuebles situados en el extranjero
14.2	Novedades en el ámbito fiscal
15	Mercado de valores: modificación de la normativa en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores
15.1	Novedades en el folleto informativo de admisión a negociación de valores
15.2	Novedades en el folleto de oferta pública de venta o de suscripción de valores
15.3	Novedades en los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores
16	Mercado de valores: subasta de derechos de emisión de gases de efecto invernadero
17	Presupuestos Generales del Estado para el año 2013
17.1	Modificación de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España
17.2	Deuda del Estado
17.3	Planes y fondos de pensiones
17.4	Fiscalidad
18	Medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica
18.1	Impuesto sobre los depósitos en las entidades de crédito
18.2	Régimen fiscal especial aplicable a las operaciones de reestructuración y resolución de entidades de crédito
18.3	Modificación de la normativa de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)
18.4	Otros impuestos
19	Medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios
19.1	Suspensión de los lanzamientos sobre viviendas habituales de colectivos especialmente vulnerables
19.2	Fondo social de viviendas

**Banco Central Europeo: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2012/25, de 26 de noviembre (DOUE del 18 de diciembre)*, por la que se modifica la *Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre<sup>1</sup>*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

La Orientación realiza una serie de actualizaciones en determinados asuntos, como los criterios de selección de los activos de garantía, incluidos los bonos de titulización y los bonos garantizados, los datos sobre el seguimiento del funcionamiento de los sistemas de evaluación del crédito, y el cálculo de las penalizaciones pecuniarias en casos de incumplimiento de sus obligaciones por parte de las entidades de contrapartida.

**CRITERIOS COMUNES DE SELECCIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA**

Se revisan los requisitos de admisibilidad comunes a los activos negociables para que puedan ser seleccionados en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, sobre todo en relación con las definiciones de los cupones.

Como estaba establecido, dichos activos deben ser instrumentos de renta fija, cuyos cupones no pueden dar lugar a un flujo financiero negativo. A partir de ahora, se determina que pueden: 1) cupones fijos, cupones cero o cupones fijos por períodos, es decir, instrumentos en que estén predeterminados el calendario y el valor de los cupones; 2) cupones variables resultantes de añadir un diferencial a un único tipo de índice del mercado monetario del euro; 3) cupones variables apalancados o con reducción del apalancamiento ligados a un único

<sup>1</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2011», *Boletín Económico*, enero de 2012, Banco de España, p. 100.

tipo de índice, bien del mercado monetario del euro, bien resultante de añadir un diferencial al rendimiento de deuda pública de un Estado miembro de la zona del euro con vencimiento máximo a un año, y 4) cupones variables resultantes de añadir un diferencial a los índices de inflación de la zona del euro, siempre que no contengan estructuras complejas<sup>2</sup>.

Los cupones no incluirán elementos opcionales para el emisor, es decir, no admitirán que se introduzcan cambios en la definición del cupón durante la vigencia del instrumento que dependa de decisiones del emisor. Además, en caso de que existan techos o suelos, serán fijos y estarán predeterminados.

Quedan expresamente excluidos, entre otros, los cupones a tipo variable ligados a tipos de interés en moneda extranjera; los índices de productos básicos y sobre acciones y tipos de cambio, los cupones vinculados simultáneamente a dos índices o tipos y los cupones a tipo variable ligados a diferenciales *swap* o a otra combinación de índices, así como cualquier clase de cupones con mecanismos que limiten la variación del tipo de interés respecto al período anterior, o en el que el devengo del interés solo ocurra para determinado rango del índice, y los cupones con tipo de interés referenciado inversamente y los que dependen de una calificación crediticia.

CRITERIOS DE ADMISIÓN  
ADICIONALES APLICABLES  
A LOS BONOS DE TITULIZACIÓN

Se precisa que los bonos garantizados no se consideran bonos de titulización, y se mantienen los requisitos de los activos que, mediante la generación de un flujo financiero, sirven de garantía a los bonos de titulización, añadiendo ciertas novedades.

Así, para que un bono de titulización pueda ser admitido o conserve su admisibilidad en las operaciones de política monetaria se exige que las partes remitan al Eurosistema datos completos y normalizados sobre los activos que generan el flujo financiero garantizado de dicho bono. Dicha remisión se realizará mediante la presentación del formulario, en formato electrónico, que se recoge en el nuevo apéndice 8 que se introduce en la norma. En dicho apéndice, además, se recogen todos los requisitos para su presentación, como su periodicidad, plazos, etc.

Para ser admitido un bono de titulización deberá estar respaldado por activos que generen flujos financieros que, en opinión del Eurosistema, sean homogéneos, es decir, que consten de activos correspondientes a préstamos hipotecarios, a hipotecas garantizadas con propiedad inmobiliaria comercial, a créditos a pequeñas y medianas empresas, a créditos para la compra de vehículos, y a préstamos al consumo o cuentas por cobrar en arrendamientos.

Los bonos de titulización que no cumplan los requisitos anteriores solo seguirán siendo admisibles hasta el 31 de marzo de 2014.

El Eurosistema se reserva el derecho de solicitar a cualquier tercero (emisor, originador o el coordinador financiero) cualquier aclaración o confirmación legal que considere necesaria para determinar la admisión de los bonos de titulización y en lo referente a la presentación de los datos a nivel de préstamo. El incumplimiento de esos requisitos puede suponer la denegación o, en su caso, la suspensión de la admisibilidad de la operación con bonos de titulización.

CRITERIOS DE ADMISIÓN  
ADICIONALES APLICABLES  
A LOS BONOS GARANTIZADOS

A partir del 31 de marzo de 2013, los bonos garantizados quedarán sujetos a determinados requisitos adicionales. Así, los activos de garantía de un bono garantizado no deberán incluir bonos de titulización, a excepción de los que: 1) cumplan con los requisitos esta-

<sup>2</sup> En la normativa anterior solo se recogían como válidos los cupones cero, fijos o variables ligados a un tipo de interés de referencia.

blecidos en las directivas 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio<sup>3</sup>, y 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito<sup>4</sup>, en relación con los bonos garantizados; 2) se utilicen como herramienta técnica para transferir hipotecas o préstamos inmobiliarios garantizados de la entidad originadora al conjunto de activos de garantía, y 3) tengan su origen en un miembro del mismo grupo consolidado del que también es miembro el emisor de los bonos garantizados o en una entidad afiliada al mismo organismo central al que está afiliado el emisor de los bonos garantizados. Los bonos garantizados que no cumplan los dos primeros requisitos seguirán siendo admitidos solo hasta el 28 de noviembre de 2014.

#### NORMAS DE USO DE LOS ACTIVOS ADMISIBLES

Se introducen normas adicionales respecto al uso de los activos admisibles (negociables o no negociables), de forma que puedan utilizarse de modo transfronterizo en toda la zona del euro. Ello supone para los activos negociables que todas las entidades de contrapartida del Eurosistema deben poder usarlos a través de enlaces con sus sociedades de liquidación de valores nacionales o de otros mecanismos admitidos para recibir crédito del banco central nacional (BCN) del Estado miembro en el que estén establecidas.

Además, una entidad no puede presentar como garantía ningún bono de titulización si la entidad de contrapartida (o cualquier tercero con el que tenga vínculos estrechos) proporciona una cobertura en divisas al bono de titulización o facilita ayuda en forma de liquidez para un porcentaje igual o superior al 20 % del saldo vivo de los bonos de titulización.

Se introducen ciertas obligaciones para las entidades de contrapartida que presenten bonos de titulización con vínculos estrechos con el originador de los activos de garantía de dicho bono. Así, deberán informar al Eurosistema con una antelación mínima de un mes en caso de que se produzca alguna modificación en dichos bonos que pudiera tener incidencia en su calidad crediticia o alteración del tipo de interés aplicable a los pagarés, o cambios en el acuerdo de *swap*, o cambios en la composición de los préstamos subyacentes no indicados en el folleto o cambios en la prioridad de pagos. Además, en el momento de presentar cada bono de titulización se facilitará información sobre las posibles modificaciones introducidas en los seis meses anteriores.

#### SEGUIMIENTO DEL FUNCIONAMIENTO DE LOS SISTEMAS DE EVALUACIÓN DEL CRÉDITO

Se actualiza el sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAF) para garantizar que los activos (negociables y no negociables) cumplan los requisitos de calidad crediticia exigidos. Así, el seguimiento del funcionamiento del ECAF consistirá en una comparación retrospectiva anual de: 1) las tasas de impago observadas de todas las entidades e instrumentos admisibles calificados por el sistema de evaluación del crédito, que ahora se clasifican en grupos estáticos sobre la base de ciertas características, como su calificación crediticia, clase de activos, sector productivo o modelo de evaluación del crédito, y 2) el umbral de calidad crediticia del Eurosistema dado por la probabilidad de impago.

Por otra parte, se revisan las dos fases del proceso de los sistemas de evaluación del crédito: en la primera, la compilación anual por parte del proveedor del sistema de evaluación del crédito se formaliza a partir de ahora en un listado, utilizando la plantilla que facilite el Eurosistema, en la que se recogen las entidades e instrumentos que cuenten con

<sup>3</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2006, Banco de España, pp. 170-172.

<sup>4</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2006, Banco de España, pp. 172-174.

evaluaciones crediticias que satisfacen el umbral de calidad crediticia. En la segunda fase, el proveedor actualiza los datos de seguimiento de las entidades e instrumentos incluidos en el listado. Este será presentado al Eurosistema, que se reserva el derecho de exigir cualquier información adicional.

#### PENALIZACIONES PECUNIARIAS

Se revisan las penalizaciones pecuniarias en casos de incumplimientos por una entidad de contrapartida en relación con las subastas, las operaciones bilaterales, el uso de los activos de garantía, los procedimientos de cierre del día o las condiciones de acceso a la facilidad marginal de crédito. Para el cálculo de las penalizaciones, que estaban basadas en la aplicación de un coeficiente fijo, pasa a otro que varía en función del número de días, con un máximo de siete, en los que la entidad de contrapartida ha realizado tales incumplimientos, estableciendo una penalización mínima de 500 euros.

Los BCN del Eurosistema debían enviar al BCE, antes del 19 de diciembre, información detallada de los textos y los medios por los que se propongan aplicar la presente Orientación.

La orientación entró en vigor el 20 de diciembre y será aplicable a partir del 3 de enero de 2013.

#### Banco Central Europeo: cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria

Se ha publicado la *Orientación BCE/2012/23, de 10 de octubre (DOUE del 17)*, por la que se modifica la Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto<sup>5</sup>, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía.

La norma amplía, temporalmente, como activos admisibles de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, a los activos de renta fija negociables denominados en libras esterlinas, yenes japoneses o dólares estadounidenses que cumplan las siguientes condiciones: 1) su emisión, tenencia o liquidación deberán tener lugar en la zona del euro; 2) el emisor estará establecido en el Espacio Económico Europeo (EEE)<sup>6</sup>, y 3) el cumplimiento de los restantes criterios de admisibilidad incluidos en el anejo I de la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema<sup>7</sup>.

El Eurosistema aplicará en estos instrumentos una reducción de valoración del 16 % a los activos de garantía denominados en libras esterlinas o dólares estadounidenses, y del 26 % a los denominados en yenes japoneses.

La orientación entró en vigor el 19 de octubre, y es aplicable a partir del 9 de noviembre.

#### Banco Central Europeo: estadísticas sobre carteras de valores

Se ha publicado el *Reglamento 1011/2012 del BCE (BCE/2012/24), de 17 de octubre (DOUE del 1 de noviembre)*, relativo a las estadísticas sobre carteras de valores.

<sup>5</sup> Esta Orientación introdujo temporalmente nuevos activos admisibles como garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema. En concreto, amplió la gama de los bonos de titulización, de los créditos y determinadas obligaciones bancarias garantizadas por un Estado miembro. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 163-167.

<sup>6</sup> El EEE comenzó a existir el 1 de enero de 1994, con motivo de un acuerdo entre países miembros de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC). Su creación permitió a los países de la AELC participar en el mercado interior de la UE sin tener que adherirse a la UE. Está integrado por los 27 países de la UE y los miembros de la AELC siguientes: Islandia, Liechtenstein y Noruega.

<sup>7</sup> El BCE establece, mantiene y publica una lista de activos negociables admitidos. Los criterios de selección que se aplican para determinar la admisión de otros activos negociables figuran en la sección 6.2.1 del anejo I de la Orientación BCE/2011/14.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) debe recopilar valor a valor<sup>8</sup> suficiente información estadística de alta calidad relativa a los valores mantenidos por los sectores institucionales de la zona del euro, así como la relativa a los valores emitidos por residentes en la zona del euro y mantenidos por los sectores institucionales no pertenecientes a esta zona.

Su finalidad es proporcionar al BCE información estadística sobre la exposición de los sectores económicos de los Estados miembros del Eurosistema a determinadas clases específicas de valores, así como las conexiones entre inversores y emisores de valores en dichos sectores.

#### OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA

La población informadora real abarca las instituciones financieras monetarias (IFM)<sup>9</sup>, los fondos de inversión, las sociedades instrumentales, los custodios<sup>10</sup> y las empresas principales de grupos bancarios identificados por el Consejo de Gobierno del BCE como grupos informadores<sup>11</sup> (en adelante, «agentes informadores reales»).

Estos agentes proporcionarán a sus BCN los datos valor a valor sobre las posiciones y las operaciones financieras sobre sus propias carteras de valores o, en su caso, la información estadística necesaria para calcularlas<sup>12</sup>. Esos datos deberán remitirse con una periodicidad trimestral o mensual de acuerdo con las instrucciones definidas por los BCN correspondientes.

#### EXENCIONES

Los BCN podrán conceder exenciones a los agentes informadores reales cuando la tenencia de valores con código ISIN por parte de los inversores residentes tengan un valor de mercado inferior o superior a 40 mm de euros, siempre que se cumplan ciertas condiciones en cada uno de los supuestos.

En relación con las entidades de crédito, los BCN podrán optar por concederles exenciones cuando el porcentaje de la posición mantenida por estas entidades en relación con el conjunto total de valores del Estado miembro no exceda del 5 %, que puede elevarse hasta el 15 % durante los dos primeros años. En el caso de los fondos del mercado monetario y de las sociedades instrumentales, el porcentaje no debe exceder del 2 % del conjunto total de valores del Estado miembro.

Los agentes informadores reales podrán optar por no hacer uso de las exenciones que les puede conceder un BCN y, por tanto, cumplir con la totalidad de obligaciones de información. En caso de que deseen utilizar esa exención en un momento posterior, deberán obtener la autorización del BCN.

Las carteras de valores se presentarán en cifras brutas según su valor nominal, aunque también podrá informarse del valor de mercado.

- 
- 8 En el contexto de la recopilación de datos, la recopilación «valor a valor» significa que esté desglosada por valores individuales.
- 9 En el sector de las IFM se incluyen las entidades de crédito y los fondos del mercado monetario (FMM).
- 10 El custodio lleva a cabo la salvaguardia y administración de instrumentos financieros a cuenta de los clientes, incluidos la custodia y servicios relacionados tales como gestión de efectivo/garantías.
- 11 El Consejo de Gobierno del BCE decidirá que un grupo bancario es un grupo informador si el grupo bancario tiene activos en su balance consolidado: 1) superiores al 0,5 % del total de los activos del balance consolidado de los grupos bancarios de la Unión Europea, o 2) iguales o inferiores al límite del 0,5 %, siempre que el grupo bancario cumpla ciertos criterios cuantitativos o cualitativos que lo hagan importante para la estabilidad y el funcionamiento del sistema financiero en la zona del euro.
- 12 El código ISIN es el número internacional de identificación de valores asignado a los valores, compuesto por 12 caracteres alfanuméricos y que identifica en exclusiva una emisión de valores.

PLAZOS DE TRANSMISIÓN  
DE LA INFORMACIÓN

Los BCN decidirán el momento en que necesitan recibir de los agentes informadores reales los datos, de forma que puedan cumplir con los procedimientos de control de calidad necesarios, así como cumplir los plazos en los que los BCN los transmitirán al BCE.

Respecto a estos plazos, los BCN deberán transmitir los datos de carácter trimestral al BCE antes del septuagésimo día natural siguiente al final del trimestre.

En relación con los datos mensuales, existen dos opciones: 1) la transmisión con periodicidad trimestral, antes del cierre de actividad del sexagésimo tercer día natural siguiente al final del trimestre al que se refieran los datos, o 2) con periodicidad mensual, antes del cierre de actividad del sexagésimo tercer día natural siguiente al final del mes al que se refieran los datos.

Finalmente, los BCN transmitirán al BCE la información facilitada por las empresas principales de grupos bancarios, conforme al siguiente calendario: 1) entre los años 2013 y 2015 inclusive, a partir del septuagésimo día natural siguiente al final del mes al que se refieran los datos, y 2) a partir del año 2016, a partir del quincuagésimo quinto día natural siguiente al final del mes al que se refieran los datos.

OTROS ASPECTOS  
DE LA NORMA

El Reglamento establece las normas mínimas de presentación de la información, y regula los derechos de verificación y recogida forzosa que serán ejercidos por los BCN, sin perjuicio de realizarlo el propio BCE cuando los agentes informadores reales no cumplan las normas mínimas de presentación de la información.

La primera presentación que deberá efectuarse será la relativa a los datos de diciembre de 2013. El Reglamento entró en vigor el 21 de noviembre.

**Banco Central Europeo:  
Base de Datos  
Centralizada de Valores**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2012/21, de 26 de septiembre (DOUE del 7 de noviembre)*, sobre el marco de gestión de la calidad de los datos para la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB, por sus siglas en inglés).

La CSDB es una infraestructura informática única gestionada conjuntamente por los miembros del SEBC, incluidos los BCN de los Estados miembros no pertenecientes al Eurosistema que voluntariamente participen en su gestión.

Los datos transmitidos a la CSDB (en particular, los relativos a valores, sus emisores y sus precios) proceden de diversas fuentes, como los propios BCN, ciertos proveedores de datos comerciales, fuentes gubernamentales y otras de dominio público. El sistema de la CSDB permite conciliar los datos parcialmente inconsistentes procedentes de distintas fuentes y detectar los datos que falten o sean incompletos. Asimismo, combina, en la medida de lo posible, los datos coincidentes obtenidos de distintas fuentes en un único registro completo de elevada calidad.

OBJETO Y ÁMBITO  
DE APLICACIÓN

La Orientación establece un marco de gestión de calidad de datos (GCD)<sup>13</sup> en la CSDB aplicable a los datos de salida<sup>14</sup> con el objeto de asegurar su integridad, exactitud y consistencia mediante la aplicación sistemática de ciertas reglas sobre criterios de calidad.

<sup>13</sup> La GCD es el aseguramiento, verificación y mantenimiento de la calidad de los datos de salida de alimentación mediante el uso y la aplicación de los objetivos, parámetros, umbrales y procedimiento de GCD.

<sup>14</sup> Los datos de salida son generados en la CSDB mediante la combinación de datos de entrada en un único registro completo de alta calidad.

Este marco de gestión también se basará en la gestión de las fuentes de los datos (GFD)<sup>15</sup>.

AUTORIDADES COMPETENTES  
EN MATERIA DE GCD

Los BCN de los Estados miembros de la zona del euro en los que tengan su residencia emisores de valores serán competentes sobre la GCD referente a dichos emisores. Por su parte, el BCE será competente sobre la GCD referente a los emisores residentes fuera de la zona del euro, a menos que un BCN perteneciente a ella haya asumido esta responsabilidad.

OBJETIVOS, PARÁMETROS  
Y UMBRALES DE GCD

El marco de GCD de la CSDB deberá aplicarse a los datos de salida, con independencia de su fuente. Este marco incluye: 1) unos objetivos de GCD que representen indicadores para evaluar la calidad de los datos de salida; 2) unos parámetros que identifiquen y prioricen, para cada objetivo concreto de GCD, los datos de salida que requieran verificación, y 3) determinados umbrales que definan el nivel mínimo de verificación aplicable para cada objetivo de GCD.

Dado que la CSDB está gestionada conjuntamente por todos los miembros del SEBC, estos deben tratar de aplicar unos mismos criterios de GCD. Por otra parte, los BCN no pertenecientes a la zona del euro deben diseñar y aplicar todas las medidas que consideren adecuadas para realizar la GCD con arreglo a esta Orientación.

Las autoridades competentes en materia de GCD verificarán los datos de salida, aplicando los parámetros de GCD con arreglo a lo establecido en el anejo I<sup>16</sup> y en el anejo II<sup>17</sup> de la Orientación.

INFORME ANUAL DE CALIDAD

El Comité Ejecutivo del BCE informará anualmente al Consejo de Gobierno sobre la calidad de los datos de salida, teniendo en cuenta las opiniones del Comité de Estadística del SEBC. Asimismo, podrá realizar modificaciones técnicas en los anejos a la presente Orientación, teniendo en cuenta las opiniones del Comité de Estadística del SEBC, siempre que no alteren los objetivos de esta norma, ni afecten sustancialmente a las obligaciones de información de las autoridades competentes en materia de GCD.

La orientación entró en vigor el 1 de noviembre, y será de aplicación a partir del 1 de julio de 2013.

**Saneamiento y venta  
de activos inmobiliarios de  
las entidades de crédito,  
y otras medidas  
en el ámbito financiero**

Se ha publicado la *Ley 8/2012, de 30 de octubre (BOE del 31)*, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (en adelante, la Ley).

La norma eleva a rango de ley las disposiciones contenidas en el Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo<sup>18</sup>, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (que ahora se deroga), en el que se exigieron, entre otros aspectos, unas coberturas adicionales a las ya establecidas en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero<sup>19</sup>, de

<sup>15</sup> La GFD es la identificación y corrección directa con un suministrador de datos de entrada de los errores recurrentes o estructurales observados en aquellos.

<sup>16</sup> En el anejo I se detallan los objetivos de GCD, los campos de información y los umbrales de GCD, esto es, el nivel mínimo de trabajo de verificación que debe realizarse para cumplir los requisitos del marco de GCD para un objetivo de GCD.

<sup>17</sup> En el anejo II figuran los flujos de datos para distintos usos y los campos de información de los datos de salida incluidos en el marco de GCD.

<sup>18</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2012», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2012, Banco de España, pp. 127-131.

<sup>19</sup> Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, abril de 2012, Banco de España, pp. 122-128.



REAL DECRETO LEY 2/2012, DE 3 DE FEBRERO	LEY 8/2012, DE 30 DE OCTUBRE
Se constituye, por una sola vez, una cobertura genérica del 7 % de su saldo vivo a 31 de diciembre de 2011	Además de la anterior, se añade: Con garantía hipotecaria: 45% para el suelo (pasando del 7 % al 52 %; 22 % para la promoción en curso (pasando del 7 % al 29 %), y 7 % para la promoción terminada (pasando del 7 % al 14 %) Sin garantía real, el porcentaje será del 45 % para todos los supuestos (pasando del 7 % al 52 %)

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

saneamiento del sector financiero, por el deterioro de las financiaciones vinculadas con la actividad inmobiliaria. Además, introduce ciertas precisiones en el Real Decreto Ley 2/2012, en coherencia con lo dispuesto en el Real Decreto Ley 18/2012, y aprovecha para modificar determinados apartados de la normativa financiera, que se comentan a continuación.

#### MEDIDAS PARA EL SANEAMIENTO DE LOS BALANCES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Conforme establecía el Real Decreto Ley 18/2012, la Ley incorpora en su articulado las nuevas coberturas para las financiaciones y los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con la actividad inmobiliaria existentes a 31 de diciembre de 2011, correspondientes a la actividad en España de las entidades de crédito, clasificados como riesgo normal, que se realizarán de una sola vez, pero de manera diferenciada en función de las diversas clases de financiaciones (véase cuadro 2).

Así, para la financiación de construcción o promoción inmobiliaria con garantía hipotecaria, el porcentaje de cobertura obligatorio se amplía en 45 puntos porcentuales (pp) para el suelo (pasando del 7 % al 52 %); en 22 pp para la promoción en curso (pasando del 7 % al 29 %), y en 7 pp para la promoción terminada (pasando del 7 % al 14 %). En caso de que la financiación de construcción o promoción inmobiliaria no cuente con garantía real, el porcentaje se amplía en 45 pp en cualquiera de los supuestos antes mencionados (pasando del 7 % al 52 %).

Estas nuevas exigencias deben cumplirse antes del 31 de diciembre de 2012. Para ello, las entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito debían presentar al Banco de España, antes del pasado 11 de junio, un plan en el que detallaban las medidas que tenían previsto adoptar para dicho cumplimiento. Si como consecuencia de este saneamiento se presentara un déficit de recursos propios o de capital principal, las entidades afectadas debían incluir en el plan las medidas que tienen previsto acometer para no incurrir en dicho déficit, y cuyo plazo de ejecución no podía ser superior a cinco meses.

El importe de las nuevas provisiones debía ser utilizado exclusivamente para la constitución de las coberturas específicas que resulten necesarias como consecuencia de la re-clasificación posterior de cualquiera de dichas financiaciones como activos dudosos o subestándar o de la adjudicación o recepción de activos en pago de dichas deudas.

La Ley ahora determina un nuevo plazo hasta el 31 de diciembre de 2013, de forma que, si en dicha fecha el importe de las nuevas coberturas no hubiera sido aplicado en su integridad a la finalidad antes indicada, el saldo remanente de las mismas será, en su caso, asignado a las coberturas de aquellos activos que determine, en su momento, el Banco de España.



Finalmente, la Ley le faculta para que, a partir del 31 de diciembre de 2012, si lo estima conveniente, pueda modificar las coberturas antes citadas, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

#### PROCESOS DE INTEGRACIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO

Conforme establecía el Real Decreto Ley 2/2012, las entidades de crédito que, durante este año, lleven a cabo procesos de integración que supongan una transformación significativa de entidades que no pertenezcan a un mismo grupo disponen de 12 meses desde que obtienen la preceptiva autorización para el cumplimiento de las nuevas coberturas. La integración, por un lado, debe llevarse a cabo a través de operaciones que supongan modificaciones estructurales o adquisición de entidades participadas mayoritariamente por el FROB o en las que este haya sido designado administrador provisional. Por otro, deber incluir medidas tendentes a la mejora de su gobierno corporativo e incorporar un plan de desinversión de activos relacionados con riesgos inmobiliarios, así como compromisos de incrementar el crédito a familias y a pymes. Las solicitudes debían presentarse en el Tesoro antes del 31 de mayo de 2012 (no siendo exigible para las operaciones de adquisición de entidades que se encuentren participadas mayoritariamente por el FROB). Ahora, en coherencia con los plazos establecidos por el Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, la Ley modifica ese plazo, prorrogándolo hasta el 30 de junio de 2012.

#### SOCIEDADES PARA LA GESTIÓN DE ACTIVOS

Como preveía el Real Decreto Ley 18/2012, la Ley 8/2012 establece la constitución de sociedades de capital a las que las entidades de crédito deben aportar todos los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo, construcción y promoción inmobiliaria.

Las sociedades constituidas por entidades de crédito que hubieran recibido apoyo financiero del FROB tendrán como objeto social exclusivo la administración y enajenación, ya sea de forma directa o indirecta, de los activos aportados a ellas. En el caso de entidades participadas mayoritariamente por el FROB, así como en el de entidades en las que el FROB haya sido designado administrador provisional, este decidirá si la entidad de crédito debe o no constituir una sociedad para la gestión de activos.

Como señalaba el Real Decreto Ley 18/2012, las aportaciones deberán efectuarse por su valor razonable y antes de que termine el plazo de dotación de las nuevas provisiones (previsto para el 31 de diciembre de 2012, salvo que se lleven a cabo procesos de integración). En ausencia de valor razonable o cuando existan dificultades para estimarlo, podrá utilizarse como sustituto el valor en libros de la entidad aportante, teniendo en cuenta las provisiones que los activos deban tener constituidas en aplicación del Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, y del art. 1.1 de la presente Ley.

En el supuesto de las entidades de crédito que hayan recibido apoyo financiero del FROB, estarán obligadas a enajenar anualmente, al menos, un 5 % de sus activos a un tercero distinto de la entidad de crédito aportante o de cualquier sociedad de su grupo. Asimismo, dispondrán de un plazo de tres años, a contar desde la entrada en vigor del Real Decreto Ley 18/2012, es decir, a partir de 12 de mayo de 2012, para adoptar y ejecutar las medidas precisas para que la vinculación de la sociedad para la gestión de activos con la entidad sea, como máximo, la de empresa asociada.

Las entidades de crédito deberán contar con bases de datos con la información necesaria para la gestión de los activos que deben aportar a la sociedad. Los requisitos que deben cumplir dichas bases han sido determinados por el Banco de España en la CBE 8/2012,

de 21 de diciembre (BOE del 27). Su contenido, según su naturaleza, se detalla en anejo de la citada Circular.

En caso de que, por la naturaleza de los activos que se aporten a dichas sociedades, las informaciones sobre aquellos no puedan ajustarse a los contenidos establecidos en el anejo, las entidades crearán las bases de datos necesarias, previa consulta con el Banco de España para que este valore la adecuación de las estructuras diseñadas.

El diseño de las bases de datos deberá permitir agrupar los activos en clases homogéneas, de manera que puedan transferirse fácilmente a las sociedades para la gestión de activos. Asimismo, las bases deben transferirse en un soporte tecnológico compatible con los sistemas de las sociedades. En caso de que varias entidades de crédito, por sí mismas o por medio de sus filiales, aporten activos a una misma sociedad, deberán convenir previamente el soporte tecnológico de las bases de datos para evitar la proliferación de formatos o soportes distintos.

#### RÉGIMEN FISCAL DE LAS OPERACIONES DE APORTACIÓN DE ACTIVOS A SOCIEDADES PARA LA GESTIÓN DE ACTIVOS

Se recoge el régimen fiscal introducido por el Real Decreto Ley 18/2012. De este modo, a estas operaciones se les aplica el régimen establecido para las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores, señalado en el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo<sup>20</sup>, con el fin de garantizar la neutralidad fiscal de las operaciones que se realicen en la constitución de las sociedades para la gestión de activos.

Asimismo, las transmisiones posteriores de las participaciones recibidas por la constitución de las sociedades y las transmisiones de las participaciones de entidades de crédito afectadas por planes de integración quedan exentas del IVA y del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

También están exentas en un 50 % las rentas positivas derivadas de la transmisión de bienes inmuebles de naturaleza urbana que tengan la condición de activo no corriente o que hayan sido clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta y que hubieran sido adquiridos a título oneroso desde el 12 de mayo de 2012 (entrada en vigor del Real Decreto Ley 18/2012) hasta el 31 de diciembre de 2012. Ese mismo porcentaje de exención se aplicará a las ganancias patrimoniales derivadas de la enajenación de bienes inmuebles urbanos adquiridos durante ese período.

Finalmente, se reducen de forma significativa los aranceles de los notarios y de los registradores de la propiedad en los supuestos de traspasos de activos financieros o inmobiliarios como consecuencia de operaciones de saneamiento y reestructuración de entidades financieras.

#### PARTICIPACIONES PREFERENTES Y OTROS INSTRUMENTOS EN CIRCULACIÓN

La Ley también introduce el tratamiento excepcional de las participaciones preferentes en los términos recogidos por el Real Decreto Ley 18/2012.

De esta forma, aquellas entidades de crédito que presenten déficit de recursos propios como consecuencia de la aplicación de las nuevas provisiones podían incluir en el plan de saneamiento la solicitud de diferir por un plazo no superior a 12 meses el pago de la remuneración prevista de las participaciones preferentes o instrumentos de deuda obligato-

<sup>20</sup> Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 94 y 95.

riamente convertibles en acciones que tuvieran en circulación antes del 12 de mayo de 2012 (fecha de entrada en vigor del Real Decreto Ley 18/2012) o canjeados por los anteriores. Transcurrido ese plazo, el pago de la remuneración solo podrá efectuarse cuando se disponga de beneficios o reservas distribuibles suficientes, y no exista un déficit de recursos propios en la entidad de crédito emisora o dominante.

Por otro lado, la Ley habilita al Gobierno para establecer los supuestos en los cuales las entidades emisoras de participaciones preferentes u obligaciones subordinadas deberán ofrecer su canje por acciones o por obligaciones subordinadas de la entidad emisora o de cualquiera otra de su grupo, así como los criterios para determinar el porcentaje del valor nominal de dichos instrumentos que deberán ser objeto de canje.

La Ley designa al Banco de España como autoridad nacional competente a los efectos de lo dispuesto en el Reglamento 1210/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2010, relativo a la autenticación de las monedas de euros y el tratamiento de las monedas de euros no aptas para la circulación. En particular, el Banco de España recibirá las monedas que, tras un proceso de autenticación, se consideren presuntamente falsas y las monedas de euros no aptas para la circulación. En su caso, realizará la prueba de detección a las máquinas de tratamiento de monedas, firmará los correspondientes acuerdos bilaterales con los fabricantes de estas máquinas para la realización de las mencionadas pruebas en las dependencias de los fabricantes y redactará los informes sobre las pruebas de detección. Para el desarrollo de estas funciones, el Banco de España puede formalizar los convenios y los acuerdos con terceros que estime oportunos.

Por otro lado, se modifica la Ley 13/1994, de 1 de junio<sup>21</sup>, de Autonomía del Banco de España, en relación con sus funciones sobre emisión y puesta en circulación de billetes, conforme a lo dispuesto en el Reglamento 1338/2001, del Consejo, de 28 de junio, por el que se definen las medidas necesarias para la protección del euro contra la falsificación. En concreto, el Banco de España podrá: 1) establecer criterios y procedimientos de actuación en relación con la puesta en circulación, retirada, canje, custodia y recirculación de billetes en euros, y velará por su cumplimiento; 2) recabar cuanta información y documentación sea necesaria para promover la buena conservación, calidad y autenticidad de los billetes en circulación; 3) llevar a cabo inspecciones *in situ*, incluso no anunciadas, en los locales de las entidades y agentes económicos, para controlar sus máquinas de tratamiento de billetes y, en particular, su capacidad para comprobar la autenticidad y aptitud de los billetes, y para rastrear hasta el titular de la cuenta presuntas falsificaciones de billetes en euros y billetes en euros no autenticados claramente; 4) verificar los procedimientos de manejo y control de las máquinas de tratamiento de billetes, el tratamiento de los billetes en euros comprobados, y la comprobación manual de autenticidad y aptitud, en su caso; 5) llevarse muestras de los billetes en euros tratados a fin de comprobarlos en sus propios locales, y 6) exigir a una entidad la adopción de medidas correctoras en caso de incumplimiento de las obligaciones que le resultan de aplicación.

El Banco de España podrá establecer criterios y procedimientos de actuación en relación con su puesta en circulación, retirada, canje, custodia y recirculación, y velará por su cumplimiento, con el fin de promover la autenticidad y calidad de los billetes en euros en circulación.

21 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 86-92.

Finalmente, se limita el período de canje de los billetes y monedas denominados en pesetas por billetes y monedas en euros que se realiza exclusivamente por el Banco de España. Este período finaliza el 31 de diciembre de 2020. A partir de esa fecha, no será posible realizar el canje de billetes y monedas de pesetas a euros.

#### RENOVACIÓN Y CESE DE LOS ÓRGANOS RECTORES DEL BANCO DE ESPAÑA

Se modifica la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en lo referente a la renovación y cese de los órganos rectores. En concreto, se elimina el límite de edad para cesar en el cargo al gobernador, al subgobernador y a los consejeros no natos, que antes estaba establecido en los 70 años.

#### RÉGIMEN EXCEPCIONAL DE RETRIBUCIÓN A LOS SOCIOS MEDIANTE EL FONDO DE RESERVA OBLIGATORIO DE LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO

Durante los ejercicios 2012 a 2015, las cooperativas de crédito podrán retribuir las aportaciones de sus socios con cargo al exceso del Fondo de Reserva Obligatorio que se haya generado. Esta retribución de las aportaciones sociales no podrá situar a la entidad en un incumplimiento de la normativa de recursos propios aplicable y requerirá, en todo caso, autorización previa del Banco de España.

La Ley 8/2012 y la CBE 8/2012 entraron en vigor el 31 de octubre y el 28 de diciembre, respectivamente.

#### Reestructuración y resolución de entidades de crédito: nuevas disposiciones y otras modificaciones en el ámbito financiero

Se ha publicado la *Ley 9/2012, de 14 de noviembre (BOE del 15)*, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (en adelante, la Ley).

La norma eleva a rango de ley las disposiciones contenidas en el Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto<sup>22</sup>, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (que ahora deroga), con importantes novedades en la regulación de las sociedades de gestión de activos (SGA), y de los patrimonios separados de las SGA, que la ley denomina «fondos de activos bancarios» (FAB). Por otro lado, la ley aprovecha para introducir diversas modificaciones en un amplio número de disposiciones dentro del ámbito financiero.

En el cuadro 3 se recogen las novedades más relevantes del Real Decreto Ley 24/2012, ahora recogidas en la Ley 9/2012, en relación con la normativa anterior.

#### DISPOSICIONES MÁS RELEVANTES DEL REAL DECRETO LEY 24/2012, DE 31 DE AGOSTO, INCLUIDAS EN LA LEY 9/2012

##### Gestión de situaciones de crisis de entidades de crédito

La Ley 9/2012 incorpora el nuevo régimen jurídico introducido por el citado Real Decreto Ley para el tratamiento de situaciones de entidades con problemas, para el que se establecían tres niveles de gestión:

- 1) *Medidas de actuación temprana*, previstas para las entidades de crédito que son viables, pero incumplen o existen elementos objetivos según los cuales resulta previsible que no puedan cumplir con los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno, aunque se encuentran en disposición de retornar a su cumplimiento por sus propios medios. En este caso, las entidades afectadas deben presentar un plan de actuación, aprobado por el Banco de España<sup>23</sup>, en el que se concretaban las acciones previstas para asegurar su viabilidad a largo plazo. Además, se exige el informe favorable del FROB para aquellos casos en que la entidad necesite apoyo financiero público.

<sup>22</sup> Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 170-178.

<sup>23</sup> Se exigía, además, el informe favorable del FROB para aquellos casos en que la entidad necesite apoyo financiero público.

REAL DECRETO LEY 9/2009, DE 26 DE JUNIO

LEY 9/2012, DE 14 DE NOVIEMBRE

**Gestión de situaciones de crisis de entidades de crédito**

No se contempla específicamente.	Medidas de actuación temprana: previstas para entidades que pueden ser viables por sus propios medios, pero que pueden requerir una ayuda excepcional y transitoria a través de aportaciones al capital social, compra de acciones ordinarias o de instrumentos convertibles en acciones, a devolver en un plazo de dos años.
Procesos de reestructuración: se contemplan dos fases. La primera, con la presentación de un plan de actuación en el que se concreten las acciones previstas para superar la situación de debilidad financiera. Cuando el plan de actuación es insuficiente, se inicia el proceso de reestructuración con la intervención del FROB. Su objetivo es apoyar procesos de integración o el traspaso total o parcial del negocio bancario. El FROB puede suministrar temporalmente apoyos financieros al proceso de reestructuración.	Procesos de reestructuración: previstos para las entidades que presentan debilidades transitorias que pueden ser superadas mediante apoyo financiero público, que será reembolsado en un plazo de cinco años con una prórroga máxima de dos años. Los instrumentos de reestructuración que el FROB puede implementar (individual o conjuntamente) son dos: 1) el apoyo financiero público, y 2) la transmisión de activos o pasivos a la SGA.
No se contempla específicamente.	Resolución ordenada de entidades: se aplica a las entidades de crédito que son inviables. Los instrumentos de resolución que puede adoptar el FROB (de forma individual o conjunta) son: 1) la venta del negocio de la entidad; 2) la transmisión de activos o pasivos a un banco puente; 3) la transmisión de activos o pasivos a la SGA, y 4) el apoyo financiero a los adquirentes del negocio, al banco puente o a la SGA.

**Composición y competencias del FROB**

Está regido por una comisión rectora compuesta por ocho miembros: cinco son propuestos por el Banco de España y tres corresponden a cada uno de los FGD.	La comisión rectora está formada por representantes del Ministerio de Economía y Competitividad, de Hacienda y Administraciones Públicas (cinco miembros) y del Banco de España (cuatro miembros). Contará con un director general con plenas funciones ejecutivas.
Tiene una dotación mixta a cargo de los Presupuestos Generales del Estado y de las aportaciones del Fondo de Garantía de Depósitos. Adicionalmente, podrá captar financiación en los mercados de valores emitiendo valores de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar cualesquiera otras operaciones de endeudamiento, no debiendo sobrepasar el montante de tres veces la dotación que exista en cada momento. No obstante, a partir del 1 de enero de 2010 se podría autorizar superar ese límite, sin que, en ningún caso, la financiación ajena fuera superior más de diez veces a su dotación.	Dispone de las dotaciones que se realicen con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. Adicionalmente, para el cumplimiento de sus fines, el FROB podrá captar financiación emitiendo valores de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar cualesquiera otras operaciones de endeudamiento. Los recursos ajenos obtenidos no deben sobrepasar el límite que al efecto se establezca en los correspondientes Presupuestos Generales del Estado.
Las competencias del FROB se sustentan básicamente en dos funciones: la gestión de los procesos de reestructuración (mediante medidas de apoyo financiero y de gestión que mejoren la organización y los sistemas de procedimiento y control interno) y el reforzamiento de los recursos propios de entidades con el fin exclusivo de llevar a cabo procesos de integración.	El FROB gestiona los procesos de reestructuración y los de resolución de las entidades de crédito con los instrumentos mencionados anteriormente.
No se contempla.	En casos de reestructuración o de resolución de entidades de crédito que pertenezcan a grupos internacionales, el FROB colaborará con las instituciones de la Unión Europea, incluyendo la Autoridad Bancaria Europea, y con las autoridades extranjeras que tengan encomendadas estas funciones, pudiendo concluir acuerdos de colaboración, así como intercambiar información para el ejercicio de sus competencias.

**Sistema de reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades de crédito**

No se contempla.	Se aborda el reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades, estableciendo el mecanismo por el que los titulares de instrumentos híbridos de capital (participaciones preferentes, obligaciones convertibles, bonos y obligaciones subordinadas o cualquier otra financiación subordinada obtenida por la entidad de crédito) podrán verse obligados a asumir parte de las pérdidas de una entidad en crisis.
------------------	--

**Sociedad de Gestión de Activos y de la SAREB**

No se contempla.	Su finalidad es la concentración de aquellos activos considerados como problemáticos o que puedan dañar el balance de las entidades de crédito o que se consideren perjudiciales para su viabilidad, a fin de darlos de baja del balance de las entidades y permitir la gestión independiente de su realización.
------------------	--

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

Simultáneamente, el Banco de España, desde el momento en que tenga conocimiento de esta situación, podrá adoptar ciertas medidas de actuación temprana. Entre otras, la norma señala las siguientes: 1) requerir el cese y sustitución de miembros de los órganos de administración o directores generales y asimilados; 2) requerir la elaboración de un programa para la renegociación o reestructuración de su deuda con el conjunto o parte de sus acreedores; 3) adoptar cualquiera de las medidas establecidas en la normativa vigente en materia de ordenación y disciplina, conforme establece la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, y 4) con carácter excepcional, y cumpliendo con la normativa española y de la Unión Europea en materia de competencia y ayudas de Estado, requerir medidas de recapitalización a través de aportaciones al capital social, compra de acciones ordinarias o de instrumentos convertibles en acciones (conocidos coloquialmente como «CoCos»), en las que el plazo de recompra o amortización no exceda de dos años.

- 2) *Medidas de reestructuración*, orientadas para las entidades que presentaban debilidades transitorias que podían ser superadas mediante apoyo financiero público, que debía ser reembolsado en un plazo de cinco años con una prórroga máxima de dos. La entidad debe presentar un plan de reestructuración en el que se concretarán las medidas previstas para asegurar su viabilidad a largo plazo, que debe ser aprobado por el Banco de España. Dicho plan incluirá, además de los elementos previstos para los planes de actuación (mencionados en el apartado anterior), los instrumentos de reestructuración que el FROB vaya a implementar, que, fundamentalmente, son dos: 1) el apoyo financiero público, y 2) la transmisión de activos o pasivos a la SGA. Dichos instrumentos se podrán adoptar de forma individual o conjunta.
- 3) *Resolución ordenada de entidades*, prevista para las entidades de crédito que son inviables<sup>24</sup> o resulta razonablemente previsible que vayan a serlo en un futuro próximo. Tras la apertura del proceso de resolución, y siempre y cuando el FROB no posea una participación que le otorgue el control de la entidad, se sustituye el órgano de administración de la entidad, designando como administrador único al FROB, que elaborará un plan de resolución para la entidad o, en su caso, determinará la procedencia de la apertura de un procedimiento concursal, que deberá ser aprobado por el Banco de España en el marco de sus competencias.

Los instrumentos de resolución son: 1) la venta del negocio de la entidad<sup>25</sup>; 2) la transmisión de activos o pasivos a un banco puente<sup>26</sup>; 3) la transmisión de activos o pasivos a la

24 Se entenderá que una entidad de crédito es inviable si se encuentra en alguna de las siguientes circunstancias: 1) la entidad incumple de manera significativa o es razonablemente previsible que incumpla de manera significativa en un futuro próximo los requerimientos de solvencia; 2) los pasivos exigibles de la entidad son superiores a sus activos o es razonablemente previsible que lo sean en un futuro próximo, o 3) la entidad no puede o es razonablemente previsible que en futuro próximo no pueda cumplir puntualmente sus obligaciones exigibles. También resulta inviable si razonablemente no es previsible que la entidad pueda reconducir la situación en un plazo de tiempo razonable por sus propios medios, acudiendo a los mercados o mediante los apoyos financieros públicos.

25 La venta del negocio de la entidad implica la transmisión a un adquirente que no sea un banco puente de las acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital social o, con carácter general, instrumentos representativos del capital o equivalente de la entidad o convertibles en ellos, cualesquiera que sean sus titulares, o todo o parte de los activos y pasivos de la entidad.

26 Se considerará banco puente a una entidad de crédito (incluida, en su caso, la propia entidad en resolución) participada por el FROB, cuyo objeto será el desarrollo de todas o parte de las actividades de la entidad en la resolución y la gestión de todo o parte de sus activos y pasivos. El valor total de los pasivos transmitidos al banco puente no podrá exceder del valor de los activos transmitidos desde la entidad o desde cualquier otra procedencia, incluyendo los relativos al apoyo financiero público.



SGA, y 4) el apoyo financiero a los adquirentes del negocio, al banco puente o a la SGA cuando resulte necesario para facilitar la implementación de los instrumentos anteriores y para minimizar el uso de apoyo financiero público. El FROB podrá adoptar los instrumentos anteriores individual o conjuntamente.

En lo que se refiere al banco puente, este será administrado y gestionado con el objetivo de venderlo, o bien vender sus activos o pasivos, cuando las condiciones sean apropiadas y, en todo caso, en un plazo máximo de cinco años desde su constitución o adquisición por el FROB. Dicha venta se realizará en condiciones de mercado y se desarrollará en el marco de procedimientos competitivos, transparentes y no discriminatorios. En caso de que el banco puente deje de resultar operativo, el FROB procederá a su liquidación, siempre y cuando ostente la mayoría del capital social. El importe resultante de la liquidación se abonará a las entidades en resolución cuyos activos y pasivos se hubiesen transmitido al banco puente.

Con carácter previo a la adopción de cualquier medida de reestructuración o de resolución, el FROB determinará el valor económico de la entidad o de los correspondientes activos y pasivos sobre la base de los informes de valoración encargados a uno o varios expertos independientes. Esta valoración servirá de base siempre que se conceda apoyo financiero público a una entidad.

Refuerzo de las competencias del FROB

Se designa al FROB como el encargado de gestionar los procesos de reestructuración y resolución de las entidades de crédito. Dispone de las dotaciones que se realicen con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. Adicionalmente, para el cumplimiento de sus fines, el FROB puede captar financiación emitiendo valores de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar cualesquiera otras operaciones de endeudamiento. Los recursos ajenos obtenidos por el FROB, cualquiera que sea la modalidad de su instrumentación, no deben sobrepasar el límite que se establezca en los Presupuestos Generales del Estado<sup>27</sup>.

En el ejercicio de sus competencias, el FROB colaborará con las instituciones de la Unión Europea, incluyendo la Autoridad Bancaria Europea (ABE), y con las autoridades extranjeras que tengan encomendadas funciones relacionadas con la supervisión, la reestructuración o la resolución de entidades financieras.

Sistema de reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades de crédito

La Ley incorpora el reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades establecido en el Real Decreto Ley 24/2012, introduciendo el mecanismo por el cual los titulares de instrumentos híbridos de capital (participaciones preferentes, obligaciones convertibles, bonos y obligaciones subordinadas o cualquier otra financiación subordinada obtenida por la entidad de crédito) podrán verse obligados a asumir parte de las pérdidas de una entidad en crisis. Dicho reparto se gestionará conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y a los objetivos y principios establecidos en el Real Decreto Ley 24/2012 (proteger la estabilidad financiera y minimizar el uso de recursos públicos).

Sociedades de gestión de activos

La norma recoge el marco general para las sociedades de gestión de activos como instrumentos para la reestructuración de entidades de crédito, que estableció el Real Decreto 24/2012, introduciendo importantes novedades. Recientemente ha tenido su desarrollo

<sup>27</sup> Se ha modificado la Ley 2/2012, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012, de modo que el límite de recursos ajenos obtenidos por el FROB durante 2012 será de 120 mm de euros.

reglamentario, por lo que se comentará más ampliamente en el epígrafe siguiente de este artículo.

Refuerzo de la protección  
a los inversores minoristas

La Ley recoge las restricciones establecidas por el Real Decreto Ley 24/2012 para la comercialización de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada en el futuro, a fin de garantizar la protección de los inversores minoristas y aumentar la transparencia en la comercialización de dichos productos. De este modo, se exige un tramo para inversores profesionales mínimo del 50 %, y una inversión mínima de 100.000 euros en el caso de las sociedades no cotizadas y de 25.000 euros en el de las cotizadas.

La información referente a estos instrumentos financieros deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias. La CNMV podrá requerir que dicha información sea entregada a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, destacando, en particular, aquellos productos que no resulten adecuados para los inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente, podrá exigir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios.

En caso de que se llegara a prestar el servicio, se exigirá que el documento contractual incluya, junto con la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la CNMV, en la que el inversor manifiesta que ha sido advertido de que el producto no le resulta adecuado o, en su caso, de que la entidad no ha podido evaluar sus conocimientos y experiencia referentes al producto o servicio ofrecido o solicitado, dada la insuficiencia de la información facilitada por el cliente.

Nuevos requerimientos  
del capital principal

Como preveía el Real Decreto Ley 24/2012, a partir del 1 de enero de 2013, derogado por la Ley 9/2012, se modifican los requerimientos de capital principal que deben cumplir las entidades y grupos consolidables, adaptando su definición a la empleada por la ABE. Asimismo, faculta al Banco de España para dictar las disposiciones precisas para la debida ejecución del régimen sobre requerimientos mínimos de capital principal, que recientemente se ha llevado a cabo mediante la *CBE 7/2012, de 30 de noviembre*, que se comentará ampliamente más adelante.

Traspaso de competencias  
al Banco de España

A partir del 1 de enero de 2013 se encomiendan al Banco de España las competencias para autorizar la creación de entidades de crédito, el establecimiento en España de sucursales de entidades de crédito no autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea, así como la imposición de sanciones de carácter muy grave<sup>28</sup>. Anteriormente, la autorización de entidades de crédito y la imposición de sanciones por infracciones muy graves correspondía al Ministerio de Economía y Competitividad, a propuesta del Banco de España.

Nuevas funciones del Fondo  
de Garantía de Depósitos de  
Entidades de Crédito

Se introducen medidas de apoyo a la resolución de una entidad de crédito, aunque el FGD no podrá asumir un coste financiero superior a los desembolsos que hubiera tenido que realizar de optar, en el momento de apertura del proceso de resolución, por realizar el pago de los importes garantizados en caso de liquidación de la entidad. Las medidas de

<sup>28</sup> Las sanciones por infracciones muy graves son las siguientes: 1) multa por importe de hasta el 1 % de sus recursos propios o hasta 1.000.000 de euros si aquel porcentaje fuera inferior a esta cifra; 2) revocación de la autorización de la entidad. En el caso de sucursales de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, la sanción de revocación de la autorización se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español, y 3) amonestación pública con publicación en el BOE.



apoyo financiero que podrá implementar el FGD podrán concretarse en una o varias de las siguientes: 1) el otorgamiento de garantías; 2) la concesión de préstamos o créditos; 3) la adquisición de activos o pasivos, pudiendo mantener su gestión o encomendarla a un tercero, y 4) su participación en los procesos de resolución.

Modificaciones en la normativa del mercado de valores en materia de folletos exigibles en las emisiones de valores

Se incluyen determinadas modificaciones en los folletos que deben publicarse en caso de oferta pública o admisión a negociación de valores, conforme a los preceptos de la Directiva 2010/73/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre, por la que se modifica la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre. Esta nueva normativa ha tenido su reciente desarrollo reglamentario, que se comentará en un epígrafe posterior.

MODIFICACIONES DE OTRAS DISPOSICIONES DEL ÁMBITO FINANCIERO INTRODUCIDAS POR LA LEY 9/2012

Novedades en la transformación de cajas de ahorros en fundaciones de carácter especial

En relación con el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, se clarifica el supuesto en el que una caja de ahorros debe proceder a su transformación en fundación de carácter especial, esto es, cuando deje de ostentar el control en los términos del artículo 42 del Código de Comercio<sup>29</sup> o redujese su participación de modo que no alcance el 25 % de los derechos de voto de la entidad de crédito a través de la cual desarrolla su negocio financiero<sup>30</sup>. Ello implica la pérdida de la autorización para actuar como entidad de crédito, según lo previsto en la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946.

Se añade un nuevo supuesto para la transformación de las cajas de ahorros en fundaciones de carácter especial, que es como consecuencia de la reestructuración o resolución de una entidad de crédito, siempre que así se determine en los correspondientes planes de reestructuración o resolución.

En ambos casos, la Ley establece que la transformación se producirá dentro de los cinco meses siguientes al momento en que se produce el hecho determinante de la disolución. Una vez transcurrido dicho plazo sin que se haya realizado, se producirá la disolución directa de todos los órganos de gobierno y la baja en el registro especial de entidades de crédito del Banco de España, nombrando el protectorado correspondiente una comisión gestora de la fundación de carácter especial.

La comisión gestora aprobará los estatutos, nombrará al patronato de la fundación, fijará, en su caso, el régimen que corresponda para la amortización inmediata de las cuotas participativas que carezcan de derecho de voto y adoptará cuantos actos o acuerdos sean necesarios para materializar la transformación, en cumplimiento de la normativa estatal y autonómica aplicable.

Las cajas de ahorros que, al tiempo de la entrada en vigor de esta Ley, se encuentren en alguno de los supuestos antes mencionados para transformarse en fundación de carácter especial —con independencia de que hayan solicitado la renuncia a la autorización para actuar como entidad de crédito—, contarán con el plazo que reste de los cinco meses desde que hubieran incurrido en dicho supuesto.

29 Según este artículo, se presumirá que existe control en alguna de las siguientes situaciones: 1) se posea la mayoría de los derechos de voto; 2) se tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración; 3) se pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto, y 4) se haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores.

30 Véase el artículo 5 del Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros (ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros).

Por su parte, las que lleven un período superior a ese plazo quedarán automáticamente transformadas, con disolución de todos sus órganos, y se producirá su baja en el Registro Especial de Entidades de Crédito del Banco de España.

Concesión de un crédito extraordinario para la recapitalización de las entidades de crédito

Se concede un crédito extraordinario, dentro del presupuesto del Ministerio de Economía y Competitividad, de 60.000 millones de euros para la ejecución del programa de asistencia financiera europea para la recapitalización de las entidades financieras españolas.

Este crédito se financiará con préstamos, materializados en efectivo o títulos valores, concedidos por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (o, en su caso, por el Mecanismo Europeo de Estabilidad) al Reino de España. Los remanentes del crédito a final de 2012 podrán ser incorporados al ejercicio siguiente.

CNMV: nuevas competencias

Conforme a lo previsto en la normativa comunitaria, se atribuyen a la CNMV las facultades para supervisar y velar por el cumplimiento de las obligaciones previstas en el Reglamento 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, así como las previstas en el Reglamento 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central (ECC) y los registros de operaciones. También se le encomiendan la autorización y la supervisión de las ECC establecidas en España, y será la encargada de coordinar la cooperación y el intercambio de información con la Comisión Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), las autoridades competentes de otros Estados miembros, la ABE y, en su caso, los BCN pertenecientes al SEBC.

La ley entró en vigor el 15 de noviembre.

Sociedades de gestión de activos

La Ley 9/2012, de 14 de noviembre (comentada anteriormente), recoge el marco general de las SGA que estableció el Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto, como instrumentos para la reestructuración y resolución de entidades de crédito, introduciendo importantes novedades. Su regulación se complementa con el reciente desarrollo reglamentario, llevado a cabo mediante el *Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre (BOE del 16)*, por el que se establece el régimen jurídico de las SGA.

MARCO GENERAL

La finalidad de las SGA es la concentración de aquellos activos considerados como problemáticos o que puedan dañar el balance de las entidades de crédito o que se consideren perjudiciales para su viabilidad, a fin de darlos de baja del balance de las entidades y permitir la gestión independiente de su realización.

En el desarrollo de su actuación, las SGA deberán perseguir los siguientes objetivos: 1) contribuir al saneamiento del sistema financiero adquiriendo los activos correspondientes, de forma que, desde su transmisión, se produzca una traslación efectiva de los riesgos vinculados a estos activos; 2) minimizar los apoyos financieros públicos; 3) satisfacer las deudas y obligaciones que contraigan en el curso de sus operaciones; 4) minimizar las posibles distorsiones en los mercados que se puedan derivar de su actuación, y 5) enajenar los activos recibidos optimizando su valor, dentro del plazo de tiempo para el que hayan sido constituidas.

No tienen esta consideración las sociedades para la gestión de activos reguladas en el Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos in-

mobiliarios del sector financiero, cuya normativa se elevó a rango de ley mediante la Ley 8/2012, de 30 de octubre<sup>31</sup>.

#### TRANSMISIÓN DE ACTIVOS

El FROB podrá obligar a una entidad de crédito a transmitir a una SGA determinadas categorías de activos que figuran en el balance de la entidad, incluso los que figuran en el balance de cualquier entidad sobre la que la entidad de crédito ejerza control.

El FROB define las categorías de activos que deberán ser objeto de transmisión de acuerdo con ciertos criterios (cualitativos y cuantitativos) y determinadas especificaciones, detallados en el Real Decreto 1559/2012. Excepcionalmente, y cuando un cambio imprevisto de circunstancias así lo justifique, se podrán incluir nuevas categorías de activos que se consideren perjudiciales para la viabilidad de la entidad de crédito.

#### Criterios para realizar los ajustes de valoración

Antes de proceder a la transmisión de los activos, las entidades de crédito afectadas deberán realizar los oportunos ajustes de valoración para cada categoría de activo, que, en líneas generales, no puede ser inferior a la cobertura que le corresponda aplicando las circulares dictadas por el Banco de España en materia de contabilidad de las entidades de crédito, con las especificaciones que se detallan a continuación.

El valor de un activo cotizado será su valor de mercado en la fecha de la valoración. Para los que no coticen se utilizarán técnicas de valoración generalmente aceptadas para estimar el valor económico<sup>32</sup>. En caso de disponer de valoraciones de expertos independientes, la entidad deberá utilizarlas para determinar los ajustes de valoración.

En la valoración de los bienes inmuebles se tomarán en consideración las características específicas que un comprador tendría en cuenta para decidir su adquisición<sup>33</sup>. Para la estimación de su valor económico se deberá considerar su capacidad de generar flujos de efectivo sobre la base de su uso más probable<sup>34</sup> y financieramente sostenible<sup>35</sup>.

En los bienes inmuebles en régimen de alquiler, el valor económico se obtendrá a partir de las proyecciones de flujos de efectivo futuros, considerando su nivel de ocupación en la fecha de valoración.

En la valoración de los activos que pudieran requerir inversiones adicionales para su comercialización, como las promociones inmobiliarias en curso, no se tendrán en cuenta dichas inversiones, sino que la valoración se estimará sobre la base de la consideración que el mercado otorga a los activos en el momento que se valore. Si los inmuebles superan los 3 millones de euros, las entidades obtendrán su valor económico sobre la base de

31 Esta norma prevé la constitución de sociedades para la gestión de activos a las que las entidades de crédito deben aportar todos los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo, construcción y promoción inmobiliaria. El objeto social exclusivo de estas sociedades, constituidas por las entidades de crédito que hubieran recibido apoyo financiero del FROB, será la administración y enajenación, ya sea de forma directa o indirecta, de los activos aportados a la misma. En el caso de entidades de crédito participadas mayoritariamente por el FROB, este decide si la entidad de crédito debe o no constituir una sociedad.

32 El valor económico es una estimación del valor presente de un activo que la entidad obtendría de una venta no forzada, maximizándose el uso de datos relevantes observables de mercado y minimizando los no observables.

33 Entre otras: la localización geográfica, la disponibilidad de infraestructuras, su situación legal, condiciones para su venta, oferta y demanda actuales de activos similares, su uso más probable, consideraciones de planificación urbanística, evolución de los precios de los suministros y evolución demográfica.

34 El uso más probable se determinará de acuerdo con su situación legal y con las condiciones del mercado, sin que necesariamente tenga que coincidir con su calificación urbanística en el momento de la valoración.

35 Se considerará uso financieramente sostenible cuando el bien es capaz de generar flujos de efectivo con una rentabilidad adecuada en relación con la inversión requerida.

una tasación efectuada por un experto independiente con suficiente experiencia en la zona y en la categoría de dichos bienes.

En la valoración de los derechos de crédito, se deberá reflejar la pérdida esperada a lo largo de toda su vida remanente. En los que cuenten con garantía real de primer rango sobre bienes inmuebles, se calculará teniendo en cuenta la correspondiente valoración del bien de acuerdo con los criterios anteriores, una vez descontados los gastos necesarios para la ejecución de la garantía y venta posterior del inmueble.

El valor económico de los instrumentos representativos del capital social que coticen en un mercado negociado será el valor de mercado en el momento de la valoración. En caso de que no coticen, para las sociedades que hayan presentado concurso voluntario o hayan sido declaradas en concurso por auto judicial, el valor económico de sus instrumentos de capital se considerará nulo. Para el resto de sociedades, el valor económico será como máximo el valor de la parte alícuota del patrimonio neto contable de la sociedad. Si el valor total del activo exceda de 10 millones de euros y la parte alícuota del mismo fuera superior a 3 millones de euros, deberá realizarse una valoración específica a cargo de un experto independiente.

Valor de transmisión  
de los activos

El Banco de España determinará el valor de transmisión de los activos que se han de transferir a las SGA sobre la base de la estimación realizada por expertos independientes. En la normativa se detalla la metodología de valoración que deben realizar dichos expertos para cada una de las categorías de activos que se han de transmitir.

Posteriormente, el Banco de España ajustará el valor de transmisión teniendo en consideración los criterios siguientes: 1) la cobertura del riesgo de evolución desfavorable de los precios; 2) la previsión de gastos de gestión, administración y mantenimiento, así como de costes financieros, asociados a la tenencia de los activos que se han de transferir, y 3) las perspectivas de desinversión de los activos transferidos a la SGA. Una vez determinado, el Banco de España lo comunicará al FROB, el cual dictará una resolución —que notificará debidamente a la entidad— en la que se determinen el plazo máximo y las condiciones en que los activos incluidos en cada categoría deberán ser transmitidos a la SGA.

RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN  
Y SANCIONADOR

El régimen de supervisión y sancionador de las SGA corresponderá al Banco de España. En particular, deberá supervisar: 1) el cumplimiento de su objeto exclusivo, con el fin de identificar desviaciones de aquel que pongan en peligro la consecución de los fines legalmente establecidos para ella; 2) el cumplimiento de los requisitos específicos que se establezcan para los activos y, en su caso, pasivos que se hayan de transferir a la SGA, y 3) el cumplimiento de las normas referidas a la transparencia y a la constitución y composición de los órganos de gobierno y control de la SGA previstas en su normativa reguladora, así como las relativas a los requisitos de honorabilidad comercial y profesional de los miembros de su consejo de administración.

En el ejercicio de estas funciones, el Banco de España podrá realizar las inspecciones y las comprobaciones que considere oportunas, así como recabar los informes de expertos independientes que considere precisos.

En relación con el régimen sancionador, le será aplicable el establecido en la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, con las especialidades previstas en la Ley. Las infracciones se desglosan en muy graves y graves. Por la

comisión de las primeras, lleva aparejada una multa por importe de hasta el 0,01 % del valor total de los activos gestionados por la SGA o hasta un millón de euros si aquel porcentaje fuera inferior a esta cifra. Además, se podrán imponer sanciones a quienes ejerzan cargos de administración que pueden llegar a su inhabilitación por un plazo máximo de cinco años.

Cuando existan indicios fundados de que la SGA se encuentre en una situación de excepcional gravedad que ponga en peligro el cumplimiento de los objetivos que tiene legalmente encomendados, el Banco de España podrá acordar la sustitución provisional de su órgano de administración.

#### SOCIEDAD DE GESTIÓN DE ACTIVOS PARA LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA (SAREB)

Como ya preveía el Real Decreto Ley 24/2012, el FROB constituye la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), destinada a adquirir los activos de aquellas entidades que se encuentren mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España, tras una evaluación independiente de las necesidades de capital y de la calidad de sus activos, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o resolución.

#### Régimen jurídico

La SAREB se constituye por un período de tiempo limitado, que se determinará en sus estatutos, aunque no podrá ser superior a 15 años. Tendrá por objeto exclusivo la tenencia, gestión y administración directa o indirecta, y enajenación de los activos que le transfieran las entidades de crédito, así como las de aquellos que pudiera adquirir en el futuro. En los casos en que la SAREB desarrolle su objeto exclusivo de forma indirecta, deberá contar con mecanismos adecuados para prevenir los conflictos de interés.

El importe inicial del capital social y la prima de emisión serán determinados por el FROB en función del volumen previsto de actividades y de operaciones de la SAREB, así como de las necesidades financieras esperadas.

Podrán adquirir la condición de accionistas, además del FROB, otras entidades financieras, como las entidades de crédito, las entidades aseguradoras, las empresas de servicios de inversión (ESI), las instituciones de inversión colectiva (IIC), los fondos de pensiones (así como sus sociedades gestoras), las sociedades y fondos de capital-riesgo, y las sociedades de garantía recíproca.

En ningún caso, la participación pública<sup>36</sup> podrá ser igual o superior al 50 % del capital de la SAREB.

En relación con los órganos de gobierno de la SAREB, el consejo de administración estará integrado por un mínimo de 5 y un máximo de 15 miembros. Todos ellos serán personas de reconocida honorabilidad comercial y profesional, y deberán poseer conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones. Dicha honorabilidad y experiencia se hacen extensiva a los directores generales o asimilados de la entidad.

Al menos una tercera parte de los miembros del consejo de administración serán consejeros independientes, que serán nombrados a propuesta del comité de retribuciones y nombramientos, en atención a su competencia, experiencia y prestigio profesional, y no podrán desempeñar sus funciones por un período de tiempo superior a cinco años.

<sup>36</sup> Se entenderá por participación pública el conjunto de las participaciones directas o indirectas que ostenten las unidades institucionales públicas, tal y como se definen en el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales.

Por su parte, la SAREB deberá de constituir el comité de auditoría, el citado comité de retribuciones y nombramientos<sup>37</sup>, y los siguientes comités: comité de dirección<sup>38</sup>, comité de riesgos<sup>39</sup>, comité de inversiones<sup>40</sup>, comité de activos y pasivos<sup>41</sup>, y una comisión de seguimiento<sup>42</sup> del cumplimiento de los objetivos generales de la SAREB.

La creación y el funcionamiento de la comisión de seguimiento deberán realizarse sin incremento alguno de los costes de personal del sector público. Entre sus funciones estará el análisis del plan de negocio de la SAREB y sus posibles desviaciones, así como el seguimiento de los planes de desinversión y de amortización de la deuda avalada, pudiendo solicitar la información periódica que considere conveniente. Para facilitar tales tareas, el Banco de España y, en su caso, la CNMV la informarán sobre las principales conclusiones que se deriven del desempeño de sus funciones de supervisión.

La Comisión de Seguimiento podrá proponer al Banco de España la sustitución provisional del órgano de administración de la SAREB cuando, a la vista de la información recibida, estime que se encuentra ante una situación de excepcional gravedad que ponga en peligro el cumplimiento de los objetivos que tiene legalmente encomendados.

#### Transmisión de activos

Las entidades de crédito que se encuentren mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España y tras la evaluación independiente de las necesidades de capital y calidad de los activos del sistema financiero español, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o de resolución estarán obligadas a transmitir a la SAREB el siguiente conjunto de activos:

- 1) Los bienes inmuebles adjudicados o adquiridos en pago de deudas, cualquiera que sea su procedencia, siempre que figuren en los balances de las entidades de crédito a 30 de junio de 2012, y cuyo valor neto contable, tras la aplicación de los ajustes de valoración (con los mismos criterios que los especificados anteriormente para las SGA), sea superior a 100.000 euros.
- 2) Determinados derechos de crédito detallados en el Real Decreto 1559/2012, siempre que figuren en los balances de las entidades de crédito a 30 de junio de 2012 o que procedan de su refinanciación en una fecha posterior, cuyo valor neto contable, tras la aplicación de los ajustes de valoración, resulte superior a 250.000 euros.

<sup>37</sup> Este órgano informará de la política general de retribuciones e incentivos para los miembros del consejo de administración y el personal directivo de la SAREB, y garantizará el cumplimiento de los requisitos para el ejercicio del cargo de miembro del consejo de administración.

<sup>38</sup> El comité de dirección tendrá, entre otras funciones que se determinarán en los estatutos de la SAREB, la de asistir al consejo de administración en la dirección de la gestión financiera y operativa, y en sus funciones de informe presupuestario y de gestión.

<sup>39</sup> El comité de riesgos tendrá, entre otras funciones que se determinarán en los estatutos de la SAREB, la de supervisar y, en su caso, proponer acciones de remedio para responder a situaciones o actuaciones que puedan dar lugar a niveles excesivos de riesgo.

<sup>40</sup> El comité de inversiones tendrá, entre otras funciones que se determinarán en los estatutos de la SAREB, la de valorar y proponer al consejo de administración estrategias o acciones de inversión y desinversión.

<sup>41</sup> El comité de activos y pasivos tendrá la función, entre otras funciones que se determinarán en los estatutos de la SAREB, de asesorar al consejo de administración sobre cualquier circunstancia que pueda afectar al balance de la compañía, y en particular las relativas a la estructura de capital, financiación y liquidez.

<sup>42</sup> La comisión de seguimiento estará integrada por cuatro miembros, uno nombrado por el Ministerio de Economía y Competitividad, que presidirá la Comisión y tendrá voto de calidad; otro nombrado por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas; otro nombrado por el Banco de España, que actuará como secretario, y otro nombrado por la CNMV. Asimismo, la Comisión podrá acordar la asistencia a sus reuniones, en calidad de observadores, de representantes de otras instituciones públicas u organismos nacionales o internacionales.

- 3) Los bienes inmuebles y derechos de crédito anteriores procedentes de sociedades del sector inmobiliario, o de sociedades vinculadas a ellas, sobre las que la entidad de crédito ejerza un control en el sentido del artículo 42 del Código de Comercio.
- 4) Los instrumentos representativos del capital de sociedades del sector inmobiliario o de sociedades vinculadas a ellas que permitan a la entidad de crédito o a cualquier otra entidad de su grupo ejercer el control conjunto o una influencia significativa sobre ellas, siempre que el FROB aprecie su conveniencia.

El FROB podrá también ordenar la transferencia de préstamos o créditos para consumo o concedidos a pymes, de préstamos o créditos garantizados con hipotecas residenciales y de cualesquiera otros activos no incluidos en dichos apartados, siempre que esos activos se encuentren especialmente deteriorados o que su permanencia en balance se considere perjudicial para la viabilidad de la entidad. La apreciación de la concurrencia de estas circunstancias requerirá informe previo del Banco de España.

Junto con los activos anteriores, las entidades de crédito deberán transmitir bases de datos con la información necesaria para su gestión, de conformidad con los requisitos que ha establecido el Banco de España en el anejo de la *CBE 8/2012, de 21 de diciembre*, comentada anteriormente. De igual modo, las bases de datos deberán poder transferirse en un soporte tecnológico compatible con los sistemas de las sociedades para la gestión de activos.

Finalmente, el valor total de transmisión de los activos que se transfieran a la SAREB no podrá exceder de 90 mm de euros.

Obligaciones generales de transparencia y de formulación de cuentas anuales

La SAREB deberá cumplir con las obligaciones generales de formulación de cuentas anuales en los términos previstos en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aunque no podrá formularlas de modo abreviado.

Adicionalmente, deberá facilitar al público en general, por cualquier medio técnico, informático o telemático, toda la información legalmente requerida referida a sus cuentas anuales y al informe de actividad, sin perjuicio del derecho de los accionistas para solicitar la información de forma impresa.

Con carácter semestral, la SAREB elaborará un «informe de actividad», en el que detallará de manera sistemática y fácilmente comprensible los datos esenciales de su actuación durante ese período, el grado de cumplimiento de los objetivos planteados en su plan de negocio y las razones que explican las posibles desviaciones de dichos objetivos. Este informe será remitido al Banco de España y a la comisión de seguimiento, que podrán requerir que sea completado con la información adicional que estimen necesaria. El informe será puesto a disposición del público a través de la página web de la SAREB.

Con carácter anual, un experto independiente elaborará un «informe independiente de cumplimiento», que la SAREB deberá remitir a la comisión de seguimiento y al propio Banco de España. Este informe tendrá como finalidad evaluar la adecuación de las actividades y estrategias de la SAREB a los objetivos generales para los que ha sido constituida, sin perjuicio de las competencias atribuidas al Banco de España en materia de supervisión de la SAREB.



#### Régimen fiscal

Las transmisiones de activos y, en su caso, de pasivos, así como la concesión de garantías de cualquier naturaleza realizadas por la SAREB o por las entidades constituidas por esta para cumplir con su objeto social, estarán exentas del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados y del impuesto sobre el incremento de valor de los terrenos de naturaleza urbana<sup>43</sup>.

Por otro lado, las actuaciones notariales y registrales necesarias cuando legalmente deba soportar el pago la SAREB no devengarán derechos arancelarios.

#### FONDOS DE ACTIVOS BANCARIOS (FAB)

El Real Decreto 1559/2012 desarrolla la regulación de los patrimonios separados, recogidos inicialmente en el Real Decreto Ley 24/2012<sup>44</sup>, que posteriormente la Ley 9/2012 les reserva la denominación de «fondos de activos bancarios» (FAB).

#### Régimen jurídico

Los FAB se crearán mediante escritura pública cuyo contenido mínimo se especifica en el Real Decreto 1559/2012 y serán objeto de inscripción en un registro a cargo de la CNMV.

El patrimonio inicial de los FAB deberá integrar activos y, en su caso, pasivos procedentes de la SAREB. También será posible la transmisión por la SAREB de activos y, en su caso, pasivos a un FAB ya existentes, siempre que la escritura de constitución de este así lo prevea.

El patrimonio de los FAB puede articularse en compartimentos independientes, a cargo de los cuales podrán emitirse valores. La parte del patrimonio del FAB atribuido a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones expresamente atribuidos a ese compartimento. Los acreedores de un compartimento solo podrán hacer efectivos sus créditos frente al patrimonio del mismo.

#### Sociedades gestoras de fondos de titulización de activos

La gestión y la representación de los FAB estarán encomendadas, con carácter reservado, a sociedades gestoras de fondos de titulización de activos que adapten su régimen jurídico a las especialidades de esta normativa. A su vez, la sociedad gestora podrá delegar sus tareas, sin que ello menoscabe su responsabilidad sobre esta actividad de acuerdo con los requisitos establecidos en la normativa aplicable a las ESI.

El capital social exigible será el previsto para las sociedades gestoras de fondos de titulización de activos<sup>45</sup>. Esta cifra se verá incrementada en un 0,02 % de la suma del valor contable de los activos de los FAB bajo su gestión, en la medida en que exceda de 250 millones de euros. A estos efectos, los recursos propios computables serán los establecidos en la normativa reguladora de las IIC.

Cuando la sociedad gestora tuviera un nivel de recursos propios inferior al mínimo exigible, presentará un programa a la CNMV en el que concretará sus planes para retornar al cumplimiento y el plazo previsto para ello, que no podrá ser superior a tres meses. La CNMV podrá fijar medidas adicionales a las propuestas por la entidad.

La remuneración de la sociedad gestora se calculará a través de procedimientos que sean acordes con la política de inversión y gestión de riesgos de cada FAB, evitando la

<sup>43</sup> La Ley prevé que en la posterior transmisión de los inmuebles se entenderá que el número de años a lo largo de los cuales se ha puesto de manifiesto el incremento de valor de los terrenos no se ha interrumpido por causa de la transmisión derivada de este tipo de operaciones.

<sup>44</sup> Se preveía en el Real Decreto Ley 24/2012 que, en los términos que reglamentariamente se determinen, podían constituirse agrupaciones de activos y pasivos de la SGA que formen patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, aunque pueden ser titulares de derechos y obligaciones.

<sup>45</sup> Las sociedades gestoras de titulización de activos deben tener un capital social mínimo de 900.000 euros.



aparición de incentivos a una gestión contraria a los objetivos establecidos en dichas políticas.

La sociedad gestora aprobará un reglamento interno de conducta, que regulará las actuaciones de administradores, directivos, empleados, apoderados y personas o entidades en las que la sociedad pueda delegar funciones. En su seno existirán, con la debida separación respecto a las unidades operativas, unidades que verifiquen el cumplimiento normativo, control de riesgos y auditoría interna. Todas estas unidades tendrán un desarrollo acorde a la complejidad y volumen de los activos gestionados.

Por otro lado, se regula un régimen especial para la transformación de las sociedades gestoras de fondos de titulización en sociedades gestoras de FAB. Para ello deberán convalidar su autorización ante la CNMV, aportando un proyecto de modificación de los estatutos sociales con el fin de ampliar su objeto social a la gestión y representación de los FAB, y una memoria explicativa de las modificaciones que implican la adaptación.

Por su parte, la CNMV podrá requerirles la acreditación del cumplimiento de cualquier otro extremo del régimen jurídico de las sociedades gestoras de los FAB.

Finalmente, las sociedades gestoras estarán sometidas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV en los términos establecidos en la normativa de los fondos de titulización de activos, con las adaptaciones previstas en esta normativa.

#### Régimen de transmisión de activos y pasivos

Las transmisiones de activos por parte de la SAREB a un FAB se sujetarán al régimen general establecido para las SGA, con ciertas especificaciones. Así, la transmisión de los activos será plena e incondicionada, y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento, si lo hubiera. Además, el transmitente no concederá ninguna garantía al FAB, ni asegurará de cualquier otro modo el buen fin de los derechos de crédito transmitidos o, con carácter general, el valor o calidad de los bienes o derechos transmitidos.

Las transmisiones de activos y pasivos se formalizarán en un documento contractual. En las incorporaciones de activos y pasivos, la sociedad gestora del FAB entregará a la CNMV un documento suscrito también por la SAREB que contendrá el detalle y las características de aquellos.

#### Emisiones de valores

En relación con las emisiones de valores realizadas por los FAB, se regirán por lo dispuesto en esta normativa. La escritura de constitución de los FAB podrá prever la creación de un sindicato de tenedores de valores emitidos por los FAB que se regirá por lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Capital, con ciertas adaptaciones.

Entre ellas, el comisario del sindicato solo podrá asistir, con voz y sin voto, a las deliberaciones de la junta general de la sociedad gestora relativa al FAB. Asimismo, en caso de demora en el pago de los intereses vencidos o la amortización del principal, el comisario no podrá proponer al consejo la suspensión de cualquiera de los administradores, ni la ejecución de garantías, como prevé la Ley de Sociedades de Capital.

#### Fusión y escisión

La fusión consiste en que uno o más FAB transfieran a otro ya existente o de nueva creación la totalidad de sus activos y pasivos, disolviéndose sin liquidación. Las sociedades gestoras de los FAB deberán elaborar un proyecto común de fusión, cuyo contenido mínimo se detalla en el Real Decreto 1559/2012, que deberá ser publicado en su página web.

Por su parte, la escisión es aquella operación en la que uno o más FAB transfieran a otro u otros, existentes o de nueva creación, un conjunto de activos o pasivos.

Los acreedores gozarán de derecho de oposición a estas operaciones, aunque en las escrituras públicas de constitución de los FAB pueden prever un régimen de exclusión o limitación de este derecho, siempre que se articulen órganos de representación de los acreedores dotados de mecanismos para la adopción de decisiones de forma colectiva sobre estas operaciones.

#### Obligaciones de información

La sociedad gestora deberá elaborar y publicar en su página web: 1) la escritura de constitución y las demás escrituras públicas otorgadas con posterioridad en relación con cada fondo, así como la documentación por la que se realicen aportaciones de activos o pasivos posteriores; 2) el informe semestral y el informe anual de cada uno de los FAB que gestiona<sup>46</sup>, y 3) la información significativa en relación con las transmisiones de activos y pasivos por parte de la SAREB, a fin de que, de forma actualizada, sean públicamente conocidas todas las circunstancias concernientes a aquellos y que, en su caso, puedan influir en los valores emitidos por el FAB y en su rentabilidad.

Además, la sociedad gestora deberá comunicar de manera inmediata a la CNMV y a los acreedores cualquier hecho específicamente significativo para la situación o el desenvolvimiento de cada FAB, así como aquellos que puedan influir de forma sensible en los valores emitidos, en su caso, y en los elementos que integran su activo y su pasivo.

La CNMV podrá recabar de los FAB la información adicional que estime necesaria para el ejercicio de sus competencias y podrá determinar la forma y el contenido para la remisión de toda la información anteriormente citada.

El FROB podrá mantener exposición en los FAB por un período limitado; concretamente, hasta que se extinga la SAREB.

#### Régimen fiscal de los FAB

En relación con su régimen fiscal, recogido en la Ley 9/2012, se establecen dos fases: una, el período de tiempo de mantenimiento de la exposición del FROB a los FAB; y, la otra, el régimen a partir de esa fecha.

En la primera fase, los FAB tributarán en el impuesto sobre sociedades con un tipo de gravamen del 1 %. A partir de la extinción de la SGA, los FAB tributarán al tipo general. En ambos períodos, les resultará de aplicación el régimen fiscal previsto para las IIC<sup>47</sup>.

En relación con los partícipes de los FAB, les resultará de aplicación el régimen fiscal previsto para los socios o partícipes de las IIC, regulado en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de ICC<sup>48</sup>, estableciendo ciertas particularidades durante la primera fase. Asimismo, al igual que lo establecido anteriormente para las operaciones de la SAREB, las transmisiones de activos y pasivos realizadas por la SGA, o por las entidades constituidas por esta

<sup>46</sup> Para cada uno de los FAB, su sociedad gestora deberá publicar un informe anual y un informe semestral, con el fin de que, de forma actualizada, sean públicamente conocidas todas las circunstancias que pueden influir en la determinación del valor del patrimonio y las perspectivas de la institución, así como el cumplimiento de la normativa aplicable.

<sup>47</sup> Véase el capítulo V del título VII del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo.

<sup>48</sup> Se considerarán rendimientos del capital mobiliario del sujeto pasivo, integrando en su base imponible las rentas obtenidas como consecuencia de la transmisión de las acciones o participaciones o del reembolso de estas últimas, así como los beneficios distribuidos por la IIC.

para cumplir con su objeto social, así como las transmisiones realizadas entre los distintos FAB, estarán exentas del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados y del impuesto sobre el incremento de valor de los terrenos de naturaleza urbana. Del mismo modo, las actuaciones notariales y registrales necesarias cuando legalmente deba soportar el pago los FAB no devengarán derechos arancelarios.

El Real Decreto 1559/2012 entró en vigor el 17 de noviembre.

#### Entidades de crédito: requerimientos mínimos de capital principal

Se ha publicado la *CBE 7/2012, de 30 de noviembre* (BOE del 11 de diciembre), del Banco de España, a entidades de crédito, sobre requerimientos mínimos de capital principal<sup>49</sup>.

Como preveía el Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto, derogado por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, a partir del 1 de enero de 2013 se modifican los requerimientos de capital principal con los que deben cumplir las entidades de crédito y, en su caso, sus grupos consolidables<sup>50</sup>, unificando los dos existentes<sup>51</sup> en un único requisito del 9 % de sus exposiciones totales ponderadas por riesgo.

En ambas normas se modificaba también la definición de capital principal para adecuarla a la utilizada por la Autoridad Bancaria Europea en su ejercicio de recapitalización, tanto en sus elementos computables como en las deducciones aplicables, de acuerdo con la Recomendación EBA/REC/2011/1, facultando al Banco de España para dictar las disposiciones precisas para su debida ejecución, que es el objeto de la Circular 7/2012<sup>52</sup>.

#### ELEMENTOS DE RECURSOS PROPIOS COMPUTABLES COMO CAPITAL PRINCIPAL

Los elementos que integran el capital principal de las entidades de crédito son:

- 1) El capital social (en la medida en que tenga menor prelación que todos los demás créditos en caso de concurso y liquidación), excluidas las acciones rescatables y sin voto; los fondos fundacionales y las cuotas participativas de las cajas de ahorros, y las aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito.

La entidad no podrá crear en el momento de la emisión expectativa alguna de que el instrumento de capital social será objeto de recompra, rescate o amortización. Se considerará menoscabada la contribución del capital a la absorción de pérdidas del emisor cuando atribuya a sus tenedores algún tipo de

<sup>49</sup> El concepto de capital principal fue introducido en la normativa española mediante el Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, en línea con los nuevos estándares internacionales de capital fijados en los denominados «acuerdos de Basilea III», que se empiezan a aplicar en la Unión Europea a partir de 2013.

<sup>50</sup> Quedan excluidas las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otros países.

<sup>51</sup> El 8 % con carácter general y del 10 % para las entidades que no hayan colocado, al menos, un 20 % de los títulos representativos de su capital a terceros, y presenten un coeficiente de financiación mayorista superior al 20 %.

<sup>52</sup> La Ley 9/2012 también modifica la disposición transitoria primera del Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, en lo relativo a la estrategia de cumplimiento de los requerimientos de capital, de modo que aquellas entidades o grupos consolidables de entidades de crédito que el 1 de enero de 2013 no cuenten con la cifra de capital principal exigida deberán presentar ante el Banco de España, en el plazo de veinte días hábiles, la estrategia y el calendario para su cumplimiento antes del 30 de junio de 2013. Dichas medidas deberán ser aprobadas por el Banco de España, el cual podrá exigir la inclusión de las modificaciones o medidas adicionales que considere necesarias para garantizar su cumplimiento. No obstante, las entidades o grupos consolidables de entidades de crédito que prevean incumplir el requisito de capital principal lo comunicarán al Banco de España, que deberá aprobar la estrategia y el calendario de cumplimiento tentativos presentados por la entidad para el caso de que se confirme dicho incumplimiento. Una vez transcurridos los plazos antes previstos, el incumplimiento de los requerimientos de capital principal se considerará infracción muy grave o grave, de acuerdo con lo previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

privilegio en el reparto de ganancias sociales o en la liquidación. Ni el emisor ni cualquier empresa de su grupo económico podrán asegurar ni garantizar el importe desembolsado o la retribución, que tampoco podrán ser objeto de garantías, compromisos o acuerdo alguno que mejore jurídica o económicamente la prelación del potencial derecho de cobro.

Se excluirán las acciones o valores computables que se hallen en poder de la entidad o de cualquier entidad consolidable, sea cual sea la cartera en que se registren contablemente, y los que hayan sido objeto de cualquier operación o compromiso que perjudique su eficacia para cubrir pérdidas de la entidad o del grupo<sup>53</sup>.

- 2) Las primas de emisión desembolsadas en la suscripción de acciones ordinarias o de otros instrumentos previstos en el apartado anterior.
- 3) Las reservas efectivas y expresas, incluidos el fondo de participación y el fondo de reserva de cuotapartícipes de las cajas de ahorros y de su confederación, así como los elementos y ajustes de valoración que se clasifican como reservas de acuerdo con la normativa sobre recursos propios de las entidades de crédito. En particular, son reservas efectivas y expresas las generadas con cargo a beneficios, cuando su saldo sea acreedor, incluyendo la cuenta de remanente y aquellos importes que, sin pasar por la cuenta de pérdidas y ganancias, se deban contabilizar, por cualquier concepto, en la cuenta de «resto de reservas», de acuerdo con la CBE 4/2004, de 22 de diciembre<sup>54</sup>, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

También se podrán incorporar a las reservas los resultados provisionales positivos que se vayan devengando en el ejercicio, con arreglo a ciertos criterios especificados en la circular. En particular, deberá existir decisión formal del órgano de administración de la entidad sobre cuentas verificadas por auditores externos y los resultados provisionales deberán haber sido aprobados por el comité de auditoría u órgano equivalente, y hallarse libres de cargas previsibles.

- 4) Las participaciones representativas de los intereses minoritarios que correspondan a acciones ordinarias de las sociedades del grupo consolidable, en la parte que se halle efectivamente desembolsada, excluida la parte que se les atribuya a las reservas de revalorización y a los ajustes por valoración incluidos en el patrimonio neto del grupo consolidable.

<sup>53</sup> En particular, se excluirán: 1) los instrumentos comprados a plazo (netos de las ventas a plazo que no tengan riesgo de contrapartida) y los vendidos a terceros con opción de devolución abierta a una entidad del grupo, o con compromiso de recompra a plazo por una entidad del grupo, así como las posiciones largas en operaciones de *equity swaps* sobre acciones propias y las compras sintéticas de acciones propias, entendiéndose por compra sintética la combinación de una opción de compra comprada y una opción de venta vendida con el mismo precio de ejercicio y fecha de vencimiento. En estos casos, la deducción se efectuará por el valor con que se registrarían en libros las acciones subyacentes, sin perjuicio de las pérdidas que pueda arrojar el movimiento en el precio del derivado; 2) las posiciones indirectas en acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la entidad, mantenidas a través de posiciones netas en índices que los incluyan, y 3) las financiaciones, directas o indirectas, a terceros cuyo objeto sea la adquisición de acciones, aportaciones u otros valores computables por la entidad que las haya otorgado o de otras entidades de su grupo consolidable.

<sup>54</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114.

- 5) Los instrumentos computables suscritos por el FROB en el marco de su normativa reguladora, que sean asimismo computables como recursos propios básicos por la normativa sobre requerimientos de recursos propios aplicable.
- 6) Los instrumentos convertibles en acciones ordinarias, cuotas participativas de las cajas de ahorros o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito, que el Banco de España califique como computables por cumplir con los requisitos exigidos para su cómputo como recursos propios básicos, y por cumplir las demás condiciones de emisión fijadas por la ABE<sup>55</sup>.

El consejo de administración, u órgano equivalente, de la entidad de crédito emisora podrá cancelar, discrecionalmente, cuando lo considere necesario, el pago de la remuneración durante un período ilimitado, sin efecto acumulativo. Dicha cancelación será obligatoria si la entidad de crédito emisora, o su grupo o subgrupo consolidable, no cumplen con los requerimientos de recursos propios.

En todo caso, el pago de esta remuneración estará condicionado a la existencia de beneficios o reservas distribuibles en la entidad de crédito emisora y sujeto a la autorización del ministro de Economía y Competitividad, previo informe del Banco de España. Este último podrá exigir la cancelación del pago de la remuneración basándose en la situación financiera y de solvencia de la entidad de crédito emisora, o en la de su grupo o subgrupo consolidable. En los contratos y en los folletos de emisión deberá recogerse que la cancelación discrecional de la remuneración no constituye un supuesto de incumplimiento.

No obstante, el pago de la remuneración podrá ser sustituido, si así lo establecen las condiciones de emisión, por la entrega de acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito de la entidad de crédito emisora, siempre que ello le permita preservar sus recursos financieros.

Las cláusulas contractuales de instrumentos convertibles en acciones deberán establecer, entre otros aspectos, mecanismos que aseguren la participación de sus tenedores en la absorción de pérdidas corrientes o futuras, mediante la conversión en acciones ordinarias de la entidad de crédito emisora en cualquiera de los siguientes supuestos: 1) la entidad presenta una ratio de capital predominante (*comon equity tier 1*) inferior al 5,125 %; 2) la entidad presenta una ratio de capital ordinario (*core tier 1* acorde con la definición de la EBA/REC/2011/1) inferior al 7 %; 3) una ratio de capital principal inferior al 7 %; 3) el Banco de España determina que sin la conversión la entidad no sería viable, o 4) se adopta la decisión de inyectar capital público u otro apoyo sin el que la entidad no sería viable.

Los instrumentos tendrán carácter perpetuo, salvo que contemplen la conversión obligatoria en una fecha determinada. En el supuesto de que las condiciones contractuales prevean una amortización anticipada a iniciativa del emisor, este solo podrá proceder al reembolso anticipado una vez transcurridos cinco años desde el desembolso de la emisión si con ello no se ve afectada la situación financiera ni la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España.

---

<sup>55</sup> Se excluirán del cálculo los instrumentos convertibles que se hallen en poder de la entidad o de cualquier entidad consolidable y los que hayan sido objeto de cualquier operación o compromiso que perjudique su eficacia para cubrir pérdidas de la entidad o del grupo.

Además, las cláusulas contractuales: 1) no podrán incluir incentivos a la amortización anticipada, ya sean directos, como los incrementos de tipo de interés ligados a ella, o indirectos, como prever una remuneración que se eleve cuando se reduzca la calidad crediticia del emisor o de empresas de su grupo; 2) no podrá crear expectativa alguna de que se ejercerá la opción de compra o de que se reembolsará la emisión de cualquier otra forma, y 3) deberán contemplar que el impago de la remuneración o del principal no puede facultar al inversor para instar la declaración de situación concursal o para exigir el vencimiento anticipado de la emisión.

DEDUCCIONES DE LOS  
ELEMENTOS DE RECURSOS  
PROPIOS COMPUTABLES  
COMO CAPITAL PRINCIPAL

Del resultado de la suma de los elementos anteriores se deducirán los siguientes importes:

- 1) Los resultados negativos de ejercicios anteriores, que se contabilizan como saldo deudor de la cuenta de reservas (pérdidas acumuladas), y las pérdidas del ejercicio corriente, incluido el importe de los resultados del ejercicio (pérdida) atribuidos a la minoría, así como los elementos y ajustes por valoración que se asimilen a los resultados negativos de acuerdo con la normativa sobre recursos propios de las entidades de crédito.
- 2) Los activos inmateriales integrados en su patrimonio, incluyendo, en su caso, el fondo de comercio procedente de combinaciones de negocio, de consolidación o de la aplicación del método de la participación. Respecto al fondo de comercio, el importe que se habrá de deducir será su valor contable neto de los pasivos fiscales diferidos asociados.
- 3) El 50 % del importe de ciertos activos; entre otros, los siguientes:
  - a) Las participaciones en entidades financieras consolidables por su actividad, pero no integradas en el grupo consolidable, cuando la participación sea superior al 10 % del capital de la participada.
  - b) Las participaciones en entidades aseguradoras, de reaseguros, o en entidades cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades aseguradoras, o cuando, de manera directa o indirecta, se disponga del 20 % o más de los derechos de voto o del capital de la participada.
  - c) Las financiaciones subordinadas u otros valores computables como recursos propios emitidos por las entidades participadas a que se refieren los dos apartados anteriores y adquiridos por la entidad o grupo que ostente las participaciones.
  - d) Las participaciones iguales o inferiores al 10 % del capital de entidades financieras consolidables por su actividad, pero no integradas en el grupo consolidable, y las financiaciones subordinadas u otros valores computables como recursos propios emitidos por entidades de ese carácter, participadas o no, y adquiridas por la entidad o grupo que ostente las participaciones, en la parte en que la suma de todas ellas exceda del 10 % de los elementos positivos que integran el capital principal, deduciendo resultados negativos y activos inmateriales.
  - e) El importe de las exposiciones en titulizaciones que reciban una ponderación de riesgo del 1250 % conforme a la normativa aplicable sobre re-

querimientos de recursos propios, salvo cuando dicho importe haya sido incluido en el cálculo de los riesgos ponderados para el cálculo de los requerimientos de recursos propios por activos titulizados, se encuentren o no dentro de la cartera de negociación.

#### INFORMACIÓN PERIÓDICA DEL CAPITAL PRINCIPAL

Las entidades de crédito estarán obligadas a remitir al Banco de España con periodicidad trimestral el estado sobre capital principal y el cumplimiento de los requerimientos exigidos en el estado CP recogido en el anejo de la circular. Su presentación deberá hacerse mediante transmisión telemática.

Hasta el día 1 de enero de 2013, fecha de entrada en vigor de la circular, las entidades debían elaborar excepcionalmente un estado CP a dicha fecha, considerando la ponderación de riesgo de los activos al cierre del día 31 de diciembre de 2012 de conformidad con lo previsto en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y en su normativa de desarrollo. El plazo de presentación de este estado concluirá el 28 de febrero de 2013.

#### Entidades de crédito: modificación de las normas de información financiera pública y reservada

Se ha publicado la *CBE 6/2012, de 28 de septiembre (BOE del 2 de octubre)*, a entidades de crédito, de modificación de la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

La norma tiene como objetivo fundamental adaptar la CBE 4/2004 a lo dispuesto en el Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero. Además, aborda la inclusión de determinada información relacionada con las operaciones de refinanciación y reestructuración, así como con la concentración de riesgos tanto sectorial como geográficamente. Finalmente, conforme a estas novedades, la Circular modifica los estados reservados actualmente en vigor y añade algunos nuevos.

A continuación, se detallan las novedades más relevantes.

#### MAYORES COBERTURAS PARA LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS

Conforme al Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo (ahora derogado por la Ley 8/2012), se introducen las nuevas provisiones establecidas para las financiaciones relacionadas con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias correspondientes a la actividad en España de las entidades de crédito y que, a 31 de diciembre de 2011, estuviesen clasificadas como riesgo normal<sup>56</sup>.

#### CRITERIOS DE TRANSPARENCIA MÍNIMA DE LOS ACTIVOS ADJUDICADOS O RECIBIDOS EN PAGO DE DEUDAS

Se establecen ciertos criterios de transparencia mínima sobre los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas con la información correspondiente de las sociedades para la gestión de estos activos que la entidad haya creado o de la que sea partícipe. En concreto, las entidades realizarán una descripción de las sociedades que hayan creado o de la que sean partícipes (incluyendo el porcentaje de su participación en el capital de dichas sociedades), acompañada de la siguiente información: 1) volumen acumulado, hasta la fecha de las cuentas anuales, de los activos entregados a dichas sociedades; 2) valor en

<sup>56</sup> Como se ha comentado anteriormente, para estas financiaciones se constituirán, por una sola vez, los porcentajes de cobertura que se indican a continuación: para la financiación de construcción o promoción inmobiliaria con garantía hipotecaria el porcentaje de cobertura obligatorio se amplía en 45 puntos porcentuales (pp) para el suelo (pasando del 7 % al 52 %); en 22 pp para la promoción en curso (pasando del 7 % al 29 %), y en 7 pp para la promoción terminada (pasando del 7 % al 14 %). En caso de que la financiación de construcción o promoción inmobiliaria no cuente con garantía real, el porcentaje se amplía en 45 pp en cualquiera de los supuestos antes mencionados (pasando del 7 % al 52 %).



libros en la fecha de las cuentas anuales de los activos financieros recibidos a cambio (distinguiendo entre instrumentos de deuda y de capital); 3) volumen de los activos entregados y de los activos financieros recibidos a cambio en el ejercicio y el impacto de tales operaciones en la cuenta de pérdidas y ganancias de dicho ejercicio, y 4) una descripción de las líneas de financiación que les tenga otorgadas, con indicación de su finalidad, importe, condiciones financieras y calificación contable.

INFORMACIÓN RELACIONADA  
CON LAS OPERACIONES  
DE REFINANCIACIÓN,  
REFINANCIADAS  
Y REESTRUCTURADAS

La circular aborda la inclusión, entre las normas relativas a la información que las entidades de crédito deben divulgar en sus cuentas anuales (tanto individuales como consolidadas), de determinada información relacionada con las operaciones de refinanciación<sup>57</sup>, refinanciadas<sup>58</sup> y reestructuradas<sup>59</sup>, así como con la concentración de riesgos tanto sectorial como geográfica.

En concreto, las entidades revelarán el importe bruto de dichas operaciones con detalle de su clasificación como riesgo de seguimiento especial, subestándar o dudoso (distinguiendo la parte que cuenta con garantía real), así como de sus respectivas coberturas por riesgo de crédito, desglosado por las distintas contrapartes y finalidad. Asimismo, en dicho desglose se indicará el importe de las operaciones que, con posterioridad a la refinanciación o reestructuración, hayan sido clasificadas como dudosas en el ejercicio.

Aquellas entidades que tengan autorizado el uso de modelos internos para el cálculo de los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito deberán indicar, con el mismo desglose por contrapartes y finalidad, la probabilidad de incumplimiento media de dichos conjuntos de operaciones a la fecha a que se refieren los estados financieros.

Las entidades incluirán un breve resumen de su política de refinanciación y reestructuración de operaciones, indicando cuáles son las principales características de las medidas de refinanciación y reestructuración que utiliza la entidad para los distintos tipos de préstamos y créditos, así como una explicación de los criterios que utiliza para valorar la sostenibilidad de las medidas aplicadas.

INFORMACIÓN SOBRE  
FINANCIACIONES  
A LA CLIENTELA

Asimismo, la Circular dispone que las entidades informen sobre sus financiaciones totales a la clientela, desglosadas en función del sector al que pertenecen los prestatarios y de su finalidad. Adicionalmente, también exige que las financiaciones con garantía real se distribuyan por tramos en función del porcentaje de su *loan to value*.

57 Operación de refinanciación es una operación que, cualquiera que sea su titular o garantías, se concede o se utiliza por razones económicas o legales relacionadas con dificultades financieras —actuales o previsibles— del titular para cancelar una o varias operaciones concedidas, por la propia entidad o por otras entidades de su grupo, al titular o a otra u otras empresas de su grupo económico, o por la que se pone a dichas operaciones total o parcialmente al corriente de pagos, con el fin de facilitarles el pago de su deuda (principal e intereses) porque no puedan, o se prevea que no vayan a poder, cumplir en tiempo y forma con sus condiciones.

58 Operación refinanciada es una operación que se pone total o parcialmente al corriente de pago como consecuencia de una operación de refinanciación realizada por la propia entidad u otra entidad de su grupo económico.

59 Operación reestructurada es una operación en la que, por razones económicas o legales relacionadas con dificultades financieras, actuales o previsibles, del titular se modifican sus condiciones financieras con el fin de facilitar el pago de la deuda (principal e intereses) porque el titular no pueda, o se prevea que no vaya a poder, cumplir en tiempo y forma con dichas condiciones, aun cuando dicha modificación estuviese prevista en el contrato. En todo caso, se consideran como reestructuradas las operaciones en las que se realiza una quita o se reciben activos para reducir la deuda, o en las que se modifican sus condiciones para alargar su plazo de vencimiento, variar el cuadro de amortización para minorar el importe de las cuotas en el corto plazo o disminuir su frecuencia, o establecer o alargar el plazo de carencia de principal, de intereses o de ambos, salvo cuando se pueda probar que las condiciones se modifican por motivos diferentes de las dificultades financieras del titular y sean análogas a las que se apliquen en el mercado en la fecha de su modificación a las operaciones que se concedan a clientes con similar perfil de riesgo.



INFORMACIÓN SOBRE  
CONCENTRACIÓN DE RIESGOS

La circular también establece que las entidades proporcionarán información agregada sobre su concentración de riesgos (incluyendo el valor en libros de los activos y el nominal de los riesgos contingentes), desglosada por área geográfica de actuación y segmento de actividad, y, a su vez, distribuida entre entidades de crédito, Administraciones Públicas, otras instituciones financieras, sociedades no financieras y empresarios individuales (distinguiendo, en función de su finalidad, entre construcción y promoción inmobiliaria, construcción de obra civil y resto de finalidades) y resto de hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (distinguiendo, en función de la finalidad, entre vivienda, consumo y otros fines).

OTRAS NOVEDADES

De manera coherente con todas estas modificaciones, la Circular actualiza los estados reservados actualmente en vigor y añade algunos nuevos. Asimismo, introduce en el Registro contable especial de operaciones hipotecarias los cambios precisos para dar soporte a la nueva información necesaria con fines supervisores. Finalmente, se realizan algunos cambios en los estados UEM, que son aquellos que responden a los requerimientos estadísticos de la zona del euro, y que constituyen la base para remitir información de esa naturaleza al BCE.

La circular entró en vigor, con ciertas salvedades, el 3 de octubre.

**Servicios  
de reclamaciones:  
procedimiento de  
presentación  
de reclamaciones**

Se ha publicado la *Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre (BOE del 22)*, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) (en adelante, servicios de reclamaciones).

La norma establece el procedimiento que será aplicable para la presentación de quejas, reclamaciones y consultas ante los servicios de reclamaciones con la finalidad de aumentar la eficacia de su funcionamiento, la aplicación efectiva de la normativa de protección del usuario de servicios financieros, y las buenas prácticas en el sector financiero.

Con la publicación de esta orden se cumplimenta el mandato otorgado por la disposición final undécima de la Ley 2/2011, de 4 de marzo<sup>60</sup>, de Economía Sostenible, dando continuidad a la práctica actual, esto es, que los servicios de reclamaciones continúen funcionando bajo el principio de ventanilla única, que se comentará a continuación.

VENTANILLA ÚNICA

Cualquier reclamación o queja podrá ser presentada indistintamente ante cualquiera de los tres servicios de reclamaciones, con independencia de su contenido. En caso de que el servicio de reclamaciones que recibe la reclamación o queja no resulte competente para su tramitación, se encargará de remitirla al servicio de reclamaciones competente.

Cuando una queja, reclamación o consulta corresponda, por razón de su contenido, al ámbito de competencia de varios servicios de reclamaciones, el expediente se tramitará por el servicio de reclamaciones que corresponda en atención a la naturaleza jurídica de la entidad reclamada. Este solicitará informes a los otros servicios de reclamaciones sobre los asuntos que correspondan a sus ámbitos de competencias, integrándolos en el informe final que se dicte.

Además, los servicios de reclamaciones podrán alcanzar acuerdos entre sí para articular la asistencia que pudiera recabarse en el ejercicio de sus competencias, con el fin de armonizar y mejorar las prácticas en el ejercicio de sus funciones.

<sup>60</sup> Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2011», *Boletín Económico*, abril de 2011, Banco de España, pp. 162-166.

LEGITIMACIÓN PARA FORMULAR  
QUEJAS, RECLAMACIONES  
Y FORMULACIÓN  
DE CONSULTAS

Están legitimados para presentar quejas<sup>61</sup> o reclamaciones<sup>62</sup>, y formular consultas<sup>63</sup>: 1) las personas físicas o jurídicas, españolas o extranjeras, en su condición de usuarios de los servicios financieros, y siempre que se refieran a sus intereses y derechos legalmente reconocidos, o se trate de una consulta sobre sus derechos en materia de transparencia y protección de la clientela y cauces legales existentes para su ejercicio; 2) las personas o entidades que actúen en defensa de los intereses particulares de sus clientes, partícipes o inversores, los tomadores de seguros, asegurados, beneficiarios, terceros perjudicados o derechohabientes de cualquiera de ellos, así como los partícipes y beneficiarios de planes de pensiones, y 3) las asociaciones y organizaciones representativas de legítimos intereses colectivos de los usuarios de servicios financieros, siempre que tales intereses resulten afectados y aquellas estén legalmente habilitadas para su defensa y protección.

PROCEDIMIENTO PARA  
LA PRESENTACIÓN DE LAS  
RECLAMACIONES O QUEJAS

Previamente a la admisión y tramitación de reclamaciones o quejas ante los servicios de reclamaciones, será imprescindible acreditar que con anterioridad se han formulado al departamento o servicio de atención al cliente o, en su caso, al defensor del cliente o partícipe de la entidad contra la que se reclame.

La presentación de quejas o reclamaciones se realizará en un formulario<sup>64</sup>, bien en soporte de papel, bien por medios electrónicos, que las entidades financieras pondrán a disposición de los usuarios.

La Orden también detalla los supuestos y las causas de inadmisión de reclamaciones o quejas por parte de los servicios de reclamaciones<sup>65</sup>.

Los servicios de reclamaciones podrán entrar a conocer, de oficio, sobre conductas que hubieran resultado acreditadas en el expediente, aunque no hubieran sido el objeto de la reclamación, previa petición de alegaciones a la entidad.

61 Tendrán la consideración de quejas las presentadas por los usuarios de servicios financieros por las demoras, desatenciones o cualquier otro tipo de actuación deficiente que se observe en el funcionamiento de las entidades financieras contra las que se formula la queja.

62 Tendrán la consideración de reclamaciones las presentadas por los usuarios de servicios financieros que pongan de manifiesto, con la pretensión de obtener la restitución de su interés o derecho, hechos concretos referidos a acciones u omisiones de las entidades financieras reclamadas que supongan para quien las formula un perjuicio para sus intereses o derechos y que deriven de presuntos incumplimientos por las entidades reclamadas, de la normativa de transparencia y protección de la clientela o de las buenas prácticas y usos financieros.

63 Tendrán la consideración de consultas las solicitudes de asesoramiento e información relativas a cuestiones de interés general sobre los derechos de los usuarios de servicios financieros en materia de transparencia y protección de la clientela, o sobre los cauces legales para el ejercicio de tales derechos.

64 El formulario deberá contener, al menos: 1) los datos identificativos del reclamante; 2) la identificación de la entidad reclamada; 3) el motivo de la reclamación o queja, haciendo constar expresamente que aquella no se encuentra pendiente de resolución o litigio ante órganos administrativos, arbitrales o jurisdiccionales, y 4) la acreditación de que han transcurrido dos meses desde la fecha de presentación de la reclamación o queja ante el departamento o servicio de atención al cliente o, en su caso, defensor del cliente o partícipe sin que haya sido resuelta, o que ha sido denegada la admisión o desestimada, total o parcialmente, su petición.

65 Entre ellas: 1) cuando se pretenda tramitar como reclamaciones o quejas reguladas en este procedimiento recursos o acciones distintas cuyo conocimiento sea competencia de los órganos administrativos, arbitrales o judiciales, o aquellos se encuentren pendientes de litigio ante estos órganos; 2) cuando se planteen controversias sobre la cuantificación económica de los daños y perjuicios que eventualmente haya podido ocasionar a los usuarios de los servicios financieros; 3) cuando se articulen como reclamaciones o quejas las consultas sobre derechos en materia de transparencia y protección a la clientela, así como sobre los cauces legales existentes para su ejercicio, sin perjuicio de que se acuerde su tramitación como tal consulta, de lo que se informará al interesado; 4) cuando se formulen reclamaciones o quejas que reiteren otras anteriores resueltas y que tengan un contenido y fundamento idéntico o sustancialmente similar, respecto del mismo sujeto y en méritos de idéntico objeto, y 5) cuando se presenten ante el servicio de reclamaciones de la DGSFP reclamaciones o quejas en relación con contratos de grandes riesgos, seguros colectivos o planes de pensiones que instrumenten compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores o beneficiarios, que no se refieran a la condición de usuario de servicios financieros de las entidades aseguradoras o de entidades gestoras de fondos de pensiones.

El expediente de reclamación deberá concluir con un informe en el plazo máximo de cuatro meses, el de queja en un plazo de tres meses, a contar ambos desde la fecha de presentación de la reclamación o queja en el servicio de reclamaciones competente. Si ello no fuese posible, deberán hacerse constar expresamente en el informe final las causas que lo han impedido. Dicho informe, que será motivado, deberá contener unas conclusiones claras en las que se haga constar si de lo actuado se desprende quebrantamiento de normas de transparencia y protección, y si la entidad se ha ajustado o no a las buenas prácticas y usos financieros. No tendrá carácter vinculante, ni la consideración de acto administrativo recurrible.

Si el informe fuera desfavorable a la entidad reclamada, esta deberá comunicar expresamente la aceptación o no de los criterios en él manifestados, así como aportar, en su caso, la justificación documental de haber rectificado su situación con el reclamante, en el plazo de un mes.

Si la tramitación de los expedientes de reclamaciones o quejas revela datos que puedan constituir indicios de conductas sancionables, en particular cuando se dedujese el quebrantamiento grave o reiterado de normas de transparencia o protección a la clientela, o se detecten indicios de conductas delictivas, o de infracciones tributarias, de consumo o competencia, o de otra naturaleza, el servicio de reclamaciones pondrá los hechos en conocimiento del departamento u organismo competente en la materia.

#### PROCEDIMIENTO PARA LA PRESENTACIÓN DE LAS CONSULTAS

Al igual que las quejas o reclamaciones, las consultas se podrán efectuar, bien en soporte papel, bien por medios electrónicos a través de los registros electrónicos habilitados por los servicios de reclamaciones.

En las consultas se harán constar: 1) la identificación de la persona o entidad a que se refiera la cuestión planteada; 2) los antecedentes y las circunstancias concurrentes; 3) las dudas que le suscite la normativa aplicable, y 4) los demás datos y elementos que puedan contribuir a la formación de opinión por parte del servicio de reclamaciones competente.

En ningún caso las consultas pueden referirse a una concreta operación con una entidad determinada, sin perjuicio de poder plantearse la oportuna reclamación. Tampoco podrán referirse a las condiciones materiales de las operaciones siempre que se ajusten a las normas de transparencia y protección de la clientela, ni a los contratos de seguro por grandes riesgos.

El servicio de reclamaciones competente contestará a la cuestión planteada, precisando en sus conclusiones los derechos del solicitante en materia de transparencia y protección a la clientela, así como sobre los cauces legales existentes para su ejercicio.

La contestación a la consulta tendrá carácter informativo, y no tendrá efectos vinculantes en relación con personas, actividades o supuestos contemplados en la consulta.

La orden entrará en vigor el 22 de mayo de 2013.

#### Convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado: actualización de su normativa

Se ha publicado la *Orden ECC/2682/2012, de 5 de diciembre (BOE del 15)*, por la que se modifica la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado (Fondtesoro).

La orden amplía los activos en los que pueden invertir, con el fin de aumentar las posibilidades de actuación de sus sociedades gestoras, potenciando el atractivo de estos productos para los inversores.

Hasta ahora, el 70 % de la exposición total de los Fondtesoro, o, en su caso, de sus compartimentos, debía estar invertido en deuda del Estado, en cualquiera de sus modalidades, computándose en este apartado los bonos emitidos por los Fondos de Titulización de Activos para Pequeñas y Medianas Empresas (FTPymes) que cuenten con el aval del Estado, hasta el límite del 20 % del patrimonio del fondo o, en su caso, del compartimento del fondo.

A partir de la entrada en vigor de la orden, se amplía este apartado a las emisiones del FROB, a las emisiones del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE), a la deuda emitida directamente por el ICO, a los créditos del Fondo para Financiar el Pago a Proveedores (FFPP) cuando se conviertan en bonos, y a los bonos emitidos por los Fondos de Titulización de Activos para Viviendas de Protección Oficial (FTVPO) que cuenten con aval del ICO, dado que son similares en naturaleza y calidad crediticia. También se amplía el límite máximo de inversión en todos esos activos, que pasa del 20 % al 30 % del patrimonio del fondo o, en su caso, del compartimento del fondo.

El 30 % restante de la exposición total del fondo o del compartimento podrá invertirse en otros valores de renta fija distintos de la deuda del Estado negociados en un mercado regulado y que cuenten con una calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España emitida o refrendada por una agencia de calificación crediticia<sup>66</sup> (anteriormente se exigía que la calificación crediticia fuera equivalente o superior a A+, A1 o asimilados), así como en depósitos en entidades de crédito que tengan, al menos, reconocida esa calificación mínima y en instrumentos del mercado monetario que cumplan ese requisito, todos ellos denominados en euros. También serán aptas las inversiones en las que, habiendo dispuesto del nivel de calificación legalmente establecido en el momento de su adquisición y lo hayan perdido en un momento posterior, la entidad gestora determine un nivel de solvencia adecuado tras realizar un análisis del riesgo de crédito del activo, utilizando metodologías apropiadas y considerando diferentes indicadores o parámetros de uso habitual en el mercado.

Como antes, se permite que puedan utilizar instrumentos financieros derivados con la finalidad de asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de la cartera, como inversión para gestionar de modo más eficaz la cartera o en el marco de una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad, conforme a los objetivos de gestión previstos en el folleto informativo y en el reglamento del fondo. Los instrumentos derivados deben tener como subyacente valores de renta fija, tipos de interés o índices de renta fija, todos ellos en euros y de acuerdo con la normativa general reguladora de estas inversiones para las IIC.

Finalmente, se adapta el contenido de los documentos informativos de los Fondtesoro a lo establecido en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC<sup>67</sup>, modificada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre<sup>68</sup>, que regula un nuevo instrumento informativo denominado

66 Las calificaciones deberán ser emitidas o refrendadas por una agencia establecida en la Unión Europea y registrada de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre agencias de calificación crediticia, o, tratándose de calificaciones de entidades establecidas o de instrumentos financieros emitidos fuera de la Unión Europea, que hayan sido emitidas por una agencia de calificación establecida en un Estado no miembro de la Unión Europea que haya obtenido la certificación basada en la equivalencia según el reglamento señalado.

67 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82-85.

68 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2011», *Boletín Económico*, enero de 2012, Banco de España, pp. 130-134.

*documento con los datos fundamentales para el inversor*, en el que se incluirán, como mínimo, los criterios de inversión y el sistema de retribución a los partícipes.

Los Fondtesoros deberán adaptarse a las previsiones establecidas en esta orden en el plazo de seis meses desde la fecha de su publicación. En los tres meses siguientes, sus sociedades gestoras deberán adaptar los folletos y los documentos con los datos fundamentales para el inversor de los Fondtesoro que gestionan.

La orden entró en vigor el 16 de diciembre.

**Modificación  
de la normativa para  
la intensificación  
de las actuaciones en la  
prevención y lucha contra  
el fraude**

Se ha publicado la *Ley 7/2012, de 29 de octubre (BOE del 30)*, de modificación de la normativa tributaria y presupuestaria y de adecuación de la normativa financiera para la intensificación de las actuaciones en la prevención y lucha contra el fraude.

Las novedades más importantes desde el punto de vista financiero y fiscal son las siguientes:

**LIMITACIONES A LOS PAGOS  
EN EFECTIVO**

Se establece una limitación, con carácter general, de 2.500 euros, o su contravalor en moneda extranjera, a los pagos en efectivo en operaciones en las que alguna de las partes intervinientes actúa en calidad de empresario o profesional. No obstante, el citado límite será de 15.000 euros o su contravalor en moneda extranjera cuando el pagador sea una persona física que justifique que no tiene su domicilio fiscal en España y no actúa en calidad de empresario o profesional. Esta limitación no será aplicable a los pagos e ingresos realizados en entidades de crédito.

A efectos de su cálculo, se sumarán los importes de todas las operaciones o pagos en que se haya podido fraccionar la entrega de bienes o la prestación de servicios.

Quienes incumplan dicha limitación serán sancionados con una multa pecuniaria equivalente al 25 % del valor del pago hecho en efectivo<sup>69</sup>. Tanto el pagador como el receptor del pago responderán de forma solidaria de dicha infracción, de forma que la Agencia Tributaria podrá dirigirse indistintamente contra cualquiera de ellos o contra ambos. No se aplicará la sanción cuando una de las partes lo ponga en conocimiento voluntariamente de la Agencia Tributaria, dentro de los tres meses siguientes a la fecha del pago efectuado.

La infracción prescribirá a los cinco años, que comenzarán a contarse desde el día en que esta se hubiera cometido.

**CUENTAS, TÍTULOS, VALORES  
Y BIENES INMUEBLES SITUADOS  
EN EL EXTRANJERO**

La norma establece una nueva obligación de suministrar información sobre cuentas y valores situados en el extranjero de los que sean titulares, beneficiarios o figuren como autorizados, en los términos que reglamentariamente se establezcan. En concreto, cabe reseñar los siguientes: 1) las cuentas situadas en el extranjero abiertas en entidades que se dediquen al tráfico bancario o crediticio; 2) los títulos, activos, valores o derechos representativos del capital social, fondos propios o patrimonio de todo tipo de entidades que se encuentren depositados o situados en el extranjero; 3) los seguros de vida o invalidez de los que sea tomador y rentas vitalicias o temporales de las que el contribuyente sea beneficiario como consecuencia de la entrega de un capital en dinero, bienes muebles

<sup>69</sup> La sanción será compatible con las sanciones que, en su caso, resultaran procedentes por la comisión de infracciones tributarias o por incumplimiento de la obligación de declaración de medios de pago establecida en la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

o inmuebles, contratados con entidades establecidas en el extranjero, y 4) los bienes inmuebles y derechos sobre bienes inmuebles situados en el extranjero.

El incumplimiento de esta nueva obligación, o no presentarla en plazo o de forma incompleta o con datos falsos, llevará aparejada una sanción de 5.000 euros por cada dato o conjunto de datos omitidos, con un mínimo de 10.000 euros.

Cuando la declaración haya sido presentada fuera de plazo sin requerimiento previo de la Administración tributaria, la sanción será de 100 euros por dato o conjunto de datos<sup>70</sup>, con un mínimo de 1.500 euros. Del mismo modo se sancionará la presentación de la declaración por medios distintos a los electrónicos, informáticos y telemáticos cuando exista obligación de hacerlo por dichos medios.

#### MODIFICACIÓN DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

En las transmisiones de valores, admitidos o no a negociación en un mercado secundario oficial, se mantiene la exención general del gravamen por el IVA o por el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. A partir de la entrada en vigor de la ley, se exceptúan de dicha exención aquellas en las que se hubiera pretendido eludir el pago de los tributos por la transmisión de los inmuebles propiedad de las entidades a las que representen los valores transmitidos, en cuyo caso las operaciones tributarán en el impuesto al que estén sujetas las transmisiones onerosas de bienes inmuebles.

Se entenderá, salvo prueba en contrario, que se actúa con ánimo de elusión del pago del impuesto correspondiente a la transmisión de bienes inmuebles en los siguientes supuestos: 1) cuando se obtenga el control de una entidad cuyo activo esté formado, al menos, en un 50 % por inmuebles radicados en España que no estén afectos a actividades empresariales o profesionales, o cuando, una vez obtenido dicho control, aumente la cuota de participación en ella; 2) cuando se obtenga el control de una entidad en cuyo activo se incluyan valores que le permitan ejercer el control en otra entidad cuyo activo esté integrado, al menos, en un 50 % por inmuebles radicados en España que no estén afectos a actividades empresariales o profesionales, o cuando, una vez obtenido dicho control, aumente la cuota de participación en ella, y 3) cuando los valores transmitidos hayan sido recibidos por las aportaciones de bienes inmuebles realizadas con ocasión de la constitución de sociedades o de la ampliación de su capital social, siempre que tales bienes no estén afectados a actividades empresariales o profesionales y que entre la fecha de aportación y la de transmisión no hubiera transcurrido un plazo de tres años.

#### NOVEDADES EN LA LEY GENERAL TRIBUTARIA

En la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, se introducen numerosas novedades, destacando a continuación las relacionadas con el ámbito financiero. Entre otras, cabe reseñar el nuevo tipo de infracción tributaria grave (antes comentado para la declaración de los bienes situados en el extranjero) consistente en presentar autoliquidaciones o declaraciones informativas cuando estas se realizan sin atenderse a las obligaciones de presentación telemática. Ello llevará aparejadas sanciones fijas en el supuesto de autoliquidaciones, y sanciones variables en función del número de datos en el supuesto de declaraciones informativas.

Así, tratándose de requerimientos individualizados o de declaraciones exigidas con carácter general en cumplimiento de la obligación de suministro de información, que no tengan por objeto datos expresados en magnitudes monetarias, la sanción será de 100 euros por cada dato o conjunto de datos, con un mínimo de 1.500 euros, referidos a una misma persona o

<sup>70</sup> Bien sean referidos a cada una de las cuentas o a cada elemento patrimonial (tanto mobiliario como inmobiliario) individualmente considerado según su clase.

entidad cuando la declaración haya sido presentada por medios distintos a los electrónicos, informáticos y telemáticos y exista obligación de hacerlo por dichos medios. Si tienen por objeto datos expresados en magnitudes monetarias, la sanción será del 1 % del importe de las operaciones declaradas, con un mínimo de 1.500 euros. Particularmente, en las autoliquidaciones, declaraciones o documentos relacionados con las obligaciones aduaneras, presentadas por medios distintos a los electrónicos, informáticos y telemáticos cuando exista obligación de hacerlo, la sanción consistirá en multa pecuniaria fija de 1.500 euros.

En materia de infracción tributaria por resistencia, obstrucción, excusa o negativa a las actuaciones de la Administración tributaria, se establecen sanciones específicas cuando el obligado tributario esté siendo objeto de un procedimiento de inspección, cuyo importe varía en función de que el incumplimiento lo realicen personas o entidades que desarrollen o no actividades económicas.

#### NOVEDADES EN LA IMPOSICIÓN DIRECTA

En relación con las ganancias patrimoniales no justificadas, relativas a bienes y derechos no recogidos en la declaración informativa sobre bienes y derechos situados en el extranjero, se modifican tanto el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) como el impuesto sobre sociedades, para integrar tales ganancias en la base liquidable general del período impositivo más antiguo entre los no prescritos susceptible de regularización por la Administración tributaria.

En estos supuestos se establece una sanción específica del 150 % de la cuota íntegra correspondiente a la mencionada ganancia no justificada.

#### NOVEDADES EN LA IMPOSICIÓN INDIRECTA

En lo que respecta al IVA, se incorporan una serie de modificaciones, en especial en las operaciones inmobiliarias y en las situaciones en las que se ha producido una declaración de concurso.

En relación con las primeras, se establecen dos nuevos supuestos en los casos de entregas de bienes inmuebles dentro de las operaciones sujetas al impuesto realizadas por empresarios o profesionales. Por un lado, en las entregas exentas (terrenos no edificables, y segundas y posteriores entregas de edificaciones) cuando el sujeto pasivo renuncia a la exención. Por otro, cuando la entrega se produce en ejecución de la garantía constituida sobre aquellos, supuesto que se extiende expresamente a las operaciones de dación del inmueble en pago y cuando el adquirente asume la obligación de extinguir la deuda garantizada.

Con ello se pretende evitar el doble perjuicio que se produce a la Hacienda Pública por la falta de ingreso del IVA por la entidad transmitente y por la deducción del IVA soportado por parte del adquirente.

En los supuestos en los que el auto de declaración del concurso se dicte a lo largo del período de liquidación del impuesto, se establece la obligación de presentar dos declaraciones-liquidaciones: una por los hechos imponible anteriores a la declaración de concurso y otra por los posteriores, en los términos que se desarrollen reglamentariamente. En la primera de esas declaraciones el concursado estará obligado a aplicar la totalidad de los saldos a compensar correspondientes a períodos de liquidación anteriores a la declaración de concurso<sup>71</sup>.

<sup>71</sup> En la regulación actual, la declaración-liquidación es única. Por esa razón, se establece ahora la doble declaración-liquidación, con objeto de determinar si los créditos son concursales o contra la masa, ya que deben calificarse como concursales los créditos de IVA por hechos imponible anteriores a la declaración de concurso.



Finalmente, se regulan un nuevo supuesto de infracción tributaria y su correspondiente régimen sancionador, por los incumplimientos relativos a la falta de presentación o presentación incorrecta o incompleta de la declaración de determinadas operaciones asimiladas a las importaciones de bienes. La sanción implica una multa pecuniaria proporcional al 10 % de las cuotas devengadas correspondientes a las operaciones no consignadas o consignadas incorrectamente o de forma incompleta en las declaraciones-liquidaciones.

La ley entró en vigor el 31 de octubre, salvo la limitación de las operaciones en efectivo, que lo hace el 19 de noviembre. En este último caso, será aplicable a todos los pagos efectuados desde esa fecha, incluso aunque se trate de operaciones concertadas con anterioridad al establecimiento de la limitación.

#### Obligaciones de información sobre bienes y derechos situados en el extranjero y otras modificaciones en el ámbito fiscal

Se ha publicado el *Real Decreto 1558/2012, de 15 de noviembre (BOE del 24)*, por el que se adaptan las normas de desarrollo de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, a la normativa comunitaria e internacional en materia de asistencia mutua, se establecen obligaciones de información sobre bienes y derechos situados en el extranjero, y se modifica el reglamento de procedimientos amistosos en materia de imposición directa, aprobado por el Real Decreto 1794/2008, de 3 de noviembre.

#### NOVEDADES EN EL ÁMBITO FINANCIERO

El real decreto incorpora ciertas novedades en materia de obligaciones de información, ligadas al ámbito internacional, que tendrán que suministrar los obligados tributarios<sup>72</sup> en relación con determinados bienes o derechos situados en el extranjero. En concreto, sobre las cuentas en entidades financieras, valores, derechos, seguros y rentas depositados, gestionados u obtenidas en el extranjero, y sobre bienes inmuebles o derechos sobre estos mismos.

#### Obligación de informar acerca de cuentas en entidades financieras situadas en el extranjero

Se deberá presentar a la Administración tributaria una declaración informativa anual sobre las cuentas abiertas<sup>73</sup> en entidades financieras situadas en el extranjero a 31 de diciembre de cada año. Dicha obligación también se extiende a quienes hayan sido titulares, representantes, autorizados o beneficiarios de las citadas cuentas, o hayan tenido poderes de disposición sobre ellas, o hayan sido titulares reales en cualquier momento del año al que se refiera la declaración.

En la norma se detalla la información que deben suministrar a la Administración tributaria, que comprenderá, entre otros aspectos, los saldos de las cuentas a 31 de diciembre y el saldo medio correspondiente al último trimestre del año.

Estarán exentos de esta obligación, entre otros: 1) las Administraciones Públicas, los organismos autónomos del Estado y demás entidades de derecho público análogas en el resto de las Administraciones Públicas; 2) los titulares que tengan registradas dichas cuentas en su contabilidad de forma individualizada y debidamente identificadas, y 3) los titulares de cuentas abiertas en establecimientos en el extranjero de entidades de crédito domiciliadas en España, siempre que hubieran podido ser declaradas conforme a la normativa del país donde esté situada la cuenta.

<sup>72</sup> En particular: 1) las personas físicas y jurídicas residentes en territorio español; 2) los establecimientos permanentes en dicho territorio de personas o entidades no residentes, y 3) las herencias yacentes, las comunidades de bienes y las demás entidades que, carentes de personalidad jurídica, constituyan una unidad económica o un patrimonio separado susceptibles de imposición.

<sup>73</sup> Se referirá a cuentas corrientes, de ahorro, imposiciones a plazo, cuentas de crédito y cualesquiera otras cuentas o depósitos dinerarios, con independencia de la modalidad o denominación que adopten, aunque no exista retribución.

Tampoco existirá obligación de informar sobre ninguna cuenta cuando los saldos a 31 de diciembre y el saldo medio correspondiente al último trimestre del año no superen, conjuntamente, los 50.000 euros. En caso de superarse cualquiera de dichos límites, deberá informarse sobre todas las cuentas.

La presentación de la declaración en los años sucesivos solo será obligatoria cuando cualquiera de los saldos antes mencionados hubiera experimentado un incremento superior a 20.000 euros respecto a la última declaración.

Obligación de información sobre valores, derechos, seguros y rentas depositados, gestionados u obtenidos en el extranjero

De manera análoga al caso anterior, se deberá suministrar a la Administración tributaria una declaración anual con información sobre los siguientes bienes y derechos situados en el extranjero a 31 de diciembre de cada año: 1) los valores o derechos representativos de la participación en cualquier tipo de entidad jurídica; 2) los valores representativos de la cesión a terceros de capitales propios, y 3) los valores aportados para su gestión o administración a cualquier instrumento jurídico, incluyendo fideicomisos y trusts o masas patrimoniales que, careciendo de personalidad jurídica, puedan actuar en el tráfico económico.

La obligación de información también se extiende a cualquier obligado tributario que hubiese sido titular o titular real de los valores y derechos en cualquier momento del año al que se refiera la declaración y que hubiese perdido dicha condición antes de finales de ese año. En estos supuestos, la información que se debe suministrar será la correspondiente a la fecha en la que dicha extinción se produjo.

Se establecen los mismos supuestos de exención que los comentados para las cuentas abiertas en el extranjero, incluyendo los límites mínimos antes mencionados.

Obligación de informar sobre bienes inmuebles y derechos sobre bienes inmuebles situados en el extranjero

De forma análoga vendrán obligados a presentar una declaración informativa a 31 de diciembre de cada año referente a los bienes inmuebles o a derechos sobre bienes inmuebles, situados en el extranjero. La declaración informativa contendrá ciertos datos sobre la identificación del inmueble que se reseña en la norma.

La obligación de información también se extiende a cualquier obligado tributario que hubiese sido titular o titular real del inmueble o derecho en cualquier momento del año al que se refiera la declaración y que hubiera perdido dicha condición antes del 31 de diciembre de ese año. En este supuesto, la declaración informativa deberá, además, incorporar la fecha y el valor de transmisión del inmueble o derecho.

Se mantienen similares exenciones y límites mínimos a los mencionados en los casos anteriores.

NOVEDADES EN EL ÁMBITO FISCAL

El Real Decreto transpone a nuestro ordenamiento la Directiva 2011/16/UE, del Consejo, de 15 de febrero, relativa a la cooperación administrativa en el ámbito de la fiscalidad, y completa la transposición de la Directiva 2010/24/UE, del Consejo, de 16 de marzo, sobre la asistencia mutua en materia de cobro de los créditos correspondientes a determinados impuestos, derechos y otras medidas<sup>74</sup>.

<sup>74</sup> Dicha transposición fue iniciada por el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público, que incorporó ya los aspectos sustantivos en esta materia que exigían su regulación en ley.

En la gestión recaudatoria de las deudas de titularidad extranjera, se atribuye a la Agencia Tributaria la competencia para formular peticiones de asistencia mutua a otros Estados o entidades internacionales o supranacionales.

Asimismo, se establecen las normas que son aplicables en el cálculo de los intereses de demora que devengan los créditos de titularidad extranjera, que se realizará, según los casos, de la siguiente forma:

- 1) Cuando se produzca el pago de la deuda, la liquidación de los intereses devengados se practicará posteriormente, siguiéndose para su tramitación y recaudación el procedimiento establecido con carácter general para las liquidaciones practicadas por la Administración tributaria.
- 2) En caso de ejecución de bienes embargados o de garantías, se practicará la liquidación de intereses de demora al aplicar el líquido obtenido de la ejecución del embargo a la cancelación de la deuda, si aquel fuese superior.
- 3) Si se embarga dinero en efectivo o en cuentas o créditos, podrán liquidarse y retenerse los intereses de demora en el momento del embargo si el importe disponible fuese superior a la deuda cuyo cobro se persigue.

Por otro lado, se regulan los aspectos específicos de las actuaciones derivadas de la asistencia mutua que la Administración tributaria preste o solicite a otros Estados o a entidades internacionales o supranacionales, que podrá tener por finalidad, entre otras, el intercambio de información y la recaudación de créditos, derechos y otras medidas. En concreto, se especifican las distintas finalidades que pueden tener la asistencia mutua y la atribución de las funciones en este ámbito. A su vez, para dar seguridad jurídica a la autoridad requerida y mayor agilidad al proceso de asistencia mutua, se otorga validez y eficacia plena a las solicitudes de asistencia recibidas conforme a dicha normativa, sin necesidad de que sean reconocidas o sustituidas en España.

También se establecen una serie de disposiciones comunes a la aplicación de los tributos derivada de todas las vertientes de la asistencia mutua, es decir, el intercambio de información para liquidar tributos, la asistencia en la recaudación de créditos y, en general, cualquier otra finalidad que eventualmente se establezca en la normativa internacional.

A su vez, se desarrolla el procedimiento de cesión de datos suministrados por otro Estado o entidad internacional o supranacional en el marco de la asistencia mutua, y se regulan las relaciones internas de colaboración entre distintos órganos administrativos de la misma o de distintas Administraciones, que necesariamente deben producirse para poder dar cumplimiento a la normativa sobre asistencia, atendiendo a sus diversas modalidades.

Finalmente, se modifica el Reglamento de procedimientos amistosos en materia de imposición directa, aprobado por Real Decreto 1794/2008, de 3 de noviembre, con la finalidad de clarificar la forma en la que se van a aplicar dichos acuerdos. Así, se establece que estos se ejecutarán mediante una liquidación por período impositivo objeto del procedimiento. No obstante, se incorpora la posibilidad de dictar un único acto en el que se incluyan todas las liquidaciones derivadas del procedimiento amistoso.

**Mercado de valores:  
modificación de la  
normativa en materia de  
folleto y de requisitos  
de transparencia exigibles  
en las emisiones  
de valores**

El real decreto entró en vigor el 1 de enero de 2013, salvo las modificaciones relativas a los procedimientos amistosos en materia de imposición directa, que se aplicarán a los acuerdos que adquieran firmeza a partir del 25 de noviembre.

El Real Decreto Ley 24/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, derogado por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre (comentada anteriormente), modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio<sup>75</sup>, del Mercado de Valores, en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores, con el objetivo de transponer la Directiva 2010/73/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre.

Recientemente ha tenido su desarrollo reglamentario mediante el *Real Decreto 1698/2012, de 21 de diciembre* (BOE del 31), que introduce una serie de modificaciones en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre<sup>76</sup>, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción, y del folleto exigible a tales efectos, y en el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre<sup>77</sup>, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

La normativa tiene un doble objetivo: por un lado, la reducción de las cargas administrativas relacionada con la publicación de un folleto en el caso de oferta pública de valores y de admisión a negociación en mercados regulados dentro de la Unión Europea. Por otro, la modernización y mejora de algunas cuestiones del régimen aplicable a los folletos.

**NOVEDADES EN EL FOLLETO  
INFORMATIVO DE ADMISIÓN  
A NEGOCIACIÓN DE VALORES**

Se introducen modificaciones en el formato y en el contenido del resumen del folleto, a fin de adecuarlo al establecido con carácter estandarizado en la normativa europea. Así, el folleto deberá proporcionar la información fundamental para que, conjuntamente con el resto del folleto, ayude a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores.

A estos efectos, se define «información fundamental» como la información esencial y correctamente estructurada que deberá facilitarse a los inversores para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen o que van a ser admitidos a negociación en un mercado regulado.

En función de la oferta y de los valores de que se trate, la información fundamental incluirá los siguientes elementos: 1) una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con el emisor y los posibles garantes, incluidos los activos, los pasivos y la situación financiera; 2) una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con la inversión en los valores de que se trate, incluidos los derechos inherentes a los valores; 3) las condiciones generales de la oferta, incluidos los gastos estimados impuestos al inversor por el emisor o el oferente; 4) información sobre la admisión a negociación, y 5) los motivos de la oferta y el destino de los ingresos.

<sup>75</sup> Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62.

<sup>76</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 132 y 133.

<sup>77</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 149-155.

Además, se amplían los supuestos en los que cabe exigir responsabilidad civil, al añadir el caso de que el resumen del folleto, leído junto con las otras partes del folleto, no facilite toda la información fundamental que permita a los inversores adoptar decisiones de inversión fundadas, o no permita comparar los valores con otros productos de inversión.

Por otro lado, se actualizan los umbrales que determinan distintos niveles de requerimiento legal. Así, para el caso de emisiones de valores no participativos se aumenta de 50.000 euros a 100.000 euros el valor nominal unitario mínimo, a partir del cual no será obligatorio incluir un resumen del folleto, ni, en su caso, su traducción al castellano.

Para asegurar una mejor accesibilidad a la información por parte de los inversores, se modifica el régimen de registro y publicación del folleto informativo, al incluir la obligación de publicarlo en formato electrónico en la página web del emisor, al margen de la publicación en formato impreso.

Adicionalmente, y con objeto de reducir las cargas administrativas relacionadas con la publicación de un folleto en el caso de oferta de valores y de admisión a negociación en mercados regulados dentro de la Unión Europea, se elimina la obligación de aportar documentos adicionales en determinados supuestos, y se introducen una serie de mejoras técnicas relacionadas con la validez transfronteriza de los folletos y con la emisión de pagarés.

Por último, en aras de mejorar la seguridad jurídica se establece que la validez del folleto durante 12 meses comienza desde el momento de su aprobación, en lugar de calcular ese plazo desde la fecha de su publicación.

#### NOVEDADES EN EL FOLLETO DE OFERTA PÚBLICA DE VENTA O DE SUSCRIPCIÓN DE VALORES

En relación con los folletos de ofertas públicas de venta o suscripción de valores, se sigue aplicando la misma regulación que a los folletos informativos de admisión a negociación, con ciertas especialidades. Entre ellas, se aclara el derecho de los inversores que ya hayan aceptado adquirir o suscribir los valores a retirar su aceptación antes de que se publique, en su caso, el suplemento del folleto, siempre que el nuevo factor, el error o la inexactitud que ha motivado dicho suplemento surja antes del cierre definitivo de la oferta al público y de la entrega de los valores.

Este derecho podrá ejercitarse dentro de un plazo no inferior a dos días hábiles a partir de la publicación del suplemento, en el que ahora deberá indicarse expresamente la fecha final en la que los inversores puedan retirar su aceptación.

Otras novedades afectan a la modificación de los umbrales por debajo de los cuales no tendrán la consideración de oferta pública de venta o de suscripción de valores, y, por tanto, no existe obligación de publicar un folleto<sup>78</sup>. Conformes con la nueva normativa son las ofertas de valores que se encuentren en los siguientes casos:

- 1) Las dirigidas exclusivamente a inversores cualificados (que no sufre modificación, aunque se actualiza la definición de inversores cualificados<sup>79</sup>).

<sup>78</sup> La oferta pública de venta o suscripción de valores es toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores.

<sup>79</sup> Se considerarán inversores cualificados, entre otros, las personas o entidades enumeradas como clientes profesionales en la Ley del Mercado de Valores (entidades financieras, AAPP y organismos internacionales, determinados empresarios que individualmente alcancen ciertos niveles en sus cuentas anuales, y los demás clientes que lo soliciten con carácter previo y renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas.

- 2) Las dirigidas a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro (antes, 100 personas físicas o jurídicas), sin incluir los inversores cualificados.
- 3) Las dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de 100.000 euros por inversor (antes, 50.000 euros por inversor) para cada oferta separada.
- 4) Aquellas ofertas cuyo valor nominal unitario sea de, al menos, 100.000 euros (antes, 50.000 euros).
- 5) Las ofertas cuyo importe total en la Unión Europea sea inferior a 5 millones de euros (antes, 2,5 millones de euros), límite que se calculará en un período de doce meses.

No obstante, cualquier reventa posterior de valores que haya sido previamente objeto de uno o más de los tipos de oferta mencionados se considerará como una oferta separada y se aplicará la definición de oferta pública para decidir si dicha reventa puede calificarse o no como oferta pública de valores. Ahora se precisa que, si dicha reventa se realiza por intermediarios financieros, no se exigirá otro folleto informativo cuando ya haya disponible un folleto válido y el emisor o persona responsable de la elaboración de dicho folleto haya autorizado su uso mediante acuerdo escrito.

Por otro lado, se actualizan los supuestos de ofertas públicas de venta o de suscripción en los que no existe obligación de publicar un folleto. Entre ellos, estaban exentos los valores ofrecidos o que fueran a ser asignados a consejeros o empleados por su empleador o por una empresa de su grupo, siempre que los citados valores fuesen de la misma clase que otros ya admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea y que existiera disponible un documento que contuviera información sobre el número y la naturaleza de los valores, y los motivos y detalles de la oferta.

A partir de ahora, esta exención se hace extensiva a toda empresa establecida en la Unión Europea, cuando esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de los valores y los motivos y detalles de la oferta, así como a las establecidas fuera de la Unión Europea cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado o en el mercado de un tercer país, siempre que se satisfagan una serie de requisitos. Entre otros, que la Comisión Europea adopte una decisión de equivalencia respecto de la legislación y supervisión del tercer país donde esté domiciliado el mercado, de acuerdo con las condiciones establecidas en la Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre.

También siguen exentos de publicar folleto los valores de deuda emitidos de manera continuada por las entidades de crédito, cuando el importe total de la oferta en la Unión Europea sea inferior a 75 millones de euros (antes el límite eran 50 millones de euros). Dicho límite se calculará con respecto a un período de 12 meses, a condición de que estos valores: 1) no sean subordinados, convertibles o canjeables; 2) no den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores, y 3) no estén ligados a un subyacente del que dependa su valor o precio.

NOVEDADES  
EN LOS REQUISITOS DE  
TRANSPARENCIA RELATIVOS  
A LA INFORMACIÓN SOBRE  
LOS EMISORES

El segundo bloque de modificaciones afecta al Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, que regula los requisitos relativos al contenido, publicación y difusión de la información regulada sobre los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea cuando España sea Estado miembro de origen. Así, se aclaran los supuestos en que España es Estado miembro de origen a los efectos de la aplicación del citado real decreto.

**Mercado de Valores:  
subasta de derechos  
de emisión de gases de  
efecto invernadero**

Por otro lado, se actualizan los umbrales que determinan el idioma en el que puede publicarse la información regulada<sup>80</sup>. Concretamente, cuando los valores cuyo valor nominal unitario sea igual o superior a 100.000 euros (antes, 50.000 euros) o, en el caso de las obligaciones no denominadas en euros, equivalente, al menos, a 100.000 euros (antes, 50.000 euros) en la fecha de emisión, y se admitan a negociación en uno o varios mercados secundarios oficiales o mercados regulados, la información regulada podrá publicarse, a elección del emisor o de la persona que solicite la admisión a cotización de los títulos, bien en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales, bien en una lengua aceptada por la CNMV y por las autoridades competentes de los Estados miembros de acogida.

Por último, se introducen ciertas modificaciones en los requerimientos de información para los emisores de acciones y de valores de deuda admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea.

El real decreto entró en vigor el 1 de enero.

Se ha publicado la *Ley 11/2012, de 19 de diciembre* (BOE del 20), de medidas urgentes en materia de medio ambiente (en adelante, la ley). Dentro del contenido de la ley, se transponen a nuestro ordenamiento jurídico los preceptos del Reglamento 1031/2010, de la Comisión, de 12 de noviembre de 2010, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero (Reglamento de subastas), modificado por el Reglamento 1210/2011, de la Comisión, de 23 de noviembre de 2011.

Dicho reglamento establece que debía subastarse en 2012 un volumen total de 120 millones de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en el conjunto de la Unión Europea, de los cuales le correspondían a España 10,2 millones de derechos. Asimismo, instaba a los Estados miembros para que adoptaran las medidas necesarias para supervisar y, en su caso, sancionar a las entidades financieras que concurren a las subastas por cuenta propia o en nombre de clientes en relación con las conductas de abuso de mercado, o la realización de operaciones con información privilegiada.

A tal efecto, la ley modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para definir las entidades financieras que pueden acceder a dichas subastas, y para otorgar a la CNMV las facultades de supervisión, inspección y sanción en relación con las conductas antes citadas.

En ese sentido, las empresas de servicios de inversión (ESI) y las entidades de crédito autorizadas a prestar servicios de inversión podrán, además de realizar las actividades recogidas en la Ley 24/1988<sup>81</sup>, presentar ofertas en nombre de sus clientes en las subastas de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

<sup>80</sup> La información regulada incluye: 1) la información periódica de los emisores (el informe financiero anual que comprenderá las cuentas anuales y el informe de gestión revisados por el auditor, y las otras obligaciones de información que establece la Ley 24/1988, del Mercado de Valores; 2) la relativa a las participaciones significativas y a las operaciones de los emisores sobre sus propias acciones; 3) la relativa al número total de derechos de voto y de capital al término de cada mes natural durante el cual se haya producido un incremento o disminución, como resultado de los cambios del número total de derechos de voto relativos a las participaciones significativas, y 4) la información relevante, es decir, aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.

<sup>81</sup> Los servicios de inversión recogidos en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, son los siguientes: 1) la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros; 2) la ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes; 3) la negociación por cuenta propia; 4) la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes; 5) la colocación de instrumentos financieros, se base o no en un compromiso firme; 6) el aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros; 7) el asesoramiento en materia de inversión; 8) la gestión de sistemas multilaterales de negociación, y 9) determinados servicios auxiliares.



Las conductas de abuso de mercado o la ejecución de operaciones con información privilegiada constituirán una infracción muy grave, a los que se les aplicará el régimen sancionador establecido en la Ley del Mercado de Valores. Asimismo, se introducen los deberes de cooperación de la CNMV con otras autoridades competentes de la Unión Europea, con las plataformas de subastas y con la entidad supervisora de las subastas, a efectos de evitar ese tipo de operaciones.

La ley entró en vigor el 21 de diciembre.

## **Presupuestos Generales del Estado para el año 2013**

Como es habitual en el mes de diciembre, se ha publicado la *Ley 17/2012, de 27 de diciembre* (BOE del 28), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2013.

Desde el punto de vista de la regulación financiera y fiscal, se destacan los siguientes apartados:

### **MODIFICACIÓN DE LA LEY 13/1994, DE 1 DE JUNIO, DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA**

Con efectos de 1 de enero de 2013, el Banco de España deberá aplicar a su personal medidas equivalentes a las establecidas con carácter general para el personal integrado en el sector público, no pudiendo acordar, en ningún caso, incrementos retributivos que globalmente supongan un incremento de la masa salarial superior a los límites fijados para dicho colectivo.

### **DEUDA DEL ESTADO**

Se autoriza al ministro de Economía y Competitividad para que durante 2013 incremente el saldo vivo de la deuda del Estado, como máximo, en 71.021 millones de euros con respecto del nivel de primeros de año (35.325 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior). Dicho límite podrá ser sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Competitividad, y estableciendo los supuestos en los que quedará automáticamente revisado.

Conforme establece el Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, derogado por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, durante el ejercicio presupuestario de 2013 los recursos ajenos del FROB no superarán los 120 mm de euros.

En lo relativo a los «avales públicos y otras garantías» se fija el límite total de los avales a prestar por el Estado y los organismos públicos, que no podrá exceder de 161.044 millones de euros (217.043 millones de euros era el límite fijado en el presupuesto anterior). Dentro de esa cantidad, se reservan, entre otros, los siguientes importes: 1) 65 mm de euros para el otorgamiento de avales a las obligaciones económicas derivadas de las emisiones que realice la SAREB; 2) 92.543 millones de euros para garantizar las obligaciones económicas exigibles a la sociedad «Facilidad Europea de Estabilización Financiera», y 3) 3 mm de euros (igual cantidad que la contemplada en los presupuestos anteriores) para garantizar los valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, orientados a mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial.

### **MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES**

Se modifica el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre<sup>82</sup>, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, para realizar una precisión en el régimen financiero de los planes de pensiones.

<sup>82</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 89 y 90.

Hasta la fecha, la percepción de las prestaciones de los planes de pensiones se realizaba, entre otros motivos, por jubilación conforme a lo previsto en el Régimen de Seguridad Social correspondiente. En caso de que el partícipe no tuviera acceso a la jubilación, la contingencia se entendía producida a partir de la edad ordinaria de jubilación en el Régimen General de la Seguridad Social. A partir de la entrada en vigor de esta ley, se establece explícitamente que, si el partícipe no tuviera acceso a la jubilación, la contingencia se entiende producida a partir de que cumpla los 65 años de edad.

También se fija esta edad a los partícipes que no tuvieran acceso a la jubilación para las aportaciones que deseen realizar posteriormente al plan de pensiones, que solo podrán destinarse a las contingencias de fallecimiento y dependencia (anteriormente se establecía como fecha la edad ordinaria de jubilación que estableciera el Régimen General de la Seguridad Social).

#### CAMBIOS EN FISCALIDAD

Se mantienen las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a los perceptores de determinados rendimientos del capital mobiliario con período de generación superior a dos años en 2012, al igual que se hacía con la Ley del IRPF, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo. Por un lado, a los rendimientos del capital mobiliario obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios procedentes de instrumentos financieros contratados con anterioridad a 20 de enero de 2006 se les aplicará una reducción del 40 %. Por otro, a los rendimientos derivados de percepciones en forma de capital diferido procedentes de seguros de vida o invalidez contratados con anterioridad al 20 de enero de 2006 se aplicará una reducción del 40 % o del 75 %, tal como estaba previsto en dicha norma.

Desaparece la compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual para los contribuyentes que la hubiesen adquirido con anterioridad al 20 de enero de 2006, equivalente a la diferencia entre la deducción resultante de la aplicación de la anterior normativa de IRPF (recogida en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo), que estuvo vigente hasta finales de 2006, y la que se obtendría con la Ley 35/2006, de 28 de noviembre.

Para las transmisiones de bienes inmuebles no afectos a actividades económicas, se mantiene para el año 2013 la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición en un 1 %, a efectos de determinar la ganancia o pérdida patrimonial que se ponga de manifiesto en la transmisión de dichos inmuebles.

En el impuesto sobre sociedades, se actualizan en un 1 % los coeficientes de corrección monetaria aplicables en los supuestos de transmisión de elementos patrimoniales del activo fijo o de estos elementos que hayan sido clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta, que tengan la naturaleza de inmuebles. Finalmente, se regula la forma de determinar los pagos fraccionados del impuesto durante el ejercicio 2013.

En el IVA, se introducen varias modificaciones de carácter técnico, básicamente como consecuencia de la necesaria adaptación del ordenamiento interno a la normativa y jurisprudencia comunitarias.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se mantienen en el 4 % y en el 5 %, respectivamente.

**Medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica**

**IMPUESTO SOBRE LOS DEPÓSITOS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

Se ha publicado la *Ley 16/2012, de 27 de diciembre (BOE del 28)*, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica, que entraron en vigor el 1 de enero de 2013.

Desde el punto de vista de la regulación financiera y fiscal, se destacan los siguientes apartados:

Se crea un impuesto sobre los depósitos en las entidades de crédito en el que los contribuyentes son las entidades de crédito y las sucursales en territorio español de las entidades de crédito extranjeras. La base imponible será el importe resultante de promediar aritméticamente el saldo final de cada trimestre natural del período impositivo, correspondiente a la partida «Depósitos de la clientela» del pasivo del balance reservado de las entidades de crédito, incluidos en los estados financieros individuales, minorada por determinados ajustes de valoración que figuran en la norma.

La cuota íntegra será el resultado de aplicar a la base imponible el tipo de gravamen del 0 %. Los contribuyentes están obligados a presentar un autoliquidación de pago a cuenta en el mes de julio de cada ejercicio, correspondiente al período impositivo en curso, por importe del 50 % de la cuota resultante, aunque no será obligatoria la presentación cuando resulte una cuota íntegra igual a cero euros.

La Ley de Presupuestos Generales del Estado podrá modificar el tipo de gravamen y el pago a cuenta.

**RÉGIMEN FISCAL ESPECIAL APLICABLE A LAS OPERACIONES DE REESTRUCTURACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO**

Se introduce una disposición adicional en el impuesto sobre sociedades, que permite, con efectos a partir de 15 de noviembre de 2012, aplicar el régimen fiscal especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores a las transmisiones del negocio o de activos o pasivos realizadas por entidades de crédito en cumplimiento de planes de reestructuración o planes de resolución de entidades de crédito a favor de otra entidad de crédito, al amparo de la normativa de reestructuración bancaria.

**MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO (SOCIMI)**

En relación con su objeto social, se permite que las SOCIMI participen en el capital de otras entidades que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, cumpliendo los requisitos de inversión establecidos en su normativa, pero sin necesidad de cumplir los requisitos relativos a la financiación ajena, cuya limitación ahora se deroga<sup>83</sup>. Asimismo, se reduce el capital social mínimo de las SOCIMI de 15 a 5 millones de euros.

Respecto a los requisitos de inversión, se precisa que, al menos, el 80 % de las rentas de cada ejercicio, excluidas las derivadas de la transmisión de las participaciones y de los bienes inmuebles, deben provenir del arrendamiento de bienes inmuebles afectos al cumplimiento de su objeto social principal con personas o entidades en las que no existe una relación de control conforme establece el artículo 42 del Código de Comercio (anteriormente no se hacía esa precisión). Además, se reduce de siete a tres años el plazo que deben permanecer en el activo aquellos bienes inmuebles promovidos por la SOCIMI.

Finalmente, se eliminan las exigencias para garantizar una adecuada diversificación de las inversiones inmobiliarias (antes, las SOCIMI debían tener, al menos, tres inmuebles en su

<sup>83</sup> La financiación ajena no podía superar el 70 % del activo de la entidad.

activo sin que ninguno de ellos pudiera representar más del 40 % del activo en el momento de la adquisición).

Por otro lado, se permite que las acciones de las SOCIMI estén admitidas a negociación en un sistema multilateral de negociación español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del EEE<sup>84</sup>, o bien en un mercado regulado de cualquier país o territorio con el que exista efectivo intercambio de información tributaria, de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo. También se exige que las acciones de las SOCIMI tengan carácter nominativo.

Se introducen una serie de modificaciones en el régimen fiscal especial aplicable a las SOCIMI. El tipo de gravamen en el impuesto sobre sociedades será del 0 % (antes era el 19 %). En caso de incumplimiento del plazo de permanencia de tres años de sus bienes inmuebles, como estaba establecido anteriormente, la SOCIMI tributará al tipo general del impuesto sobre sociedades.

Con la nueva normativa, las SOCIMI estarán sometidas a un gravamen especial del 19 % sobre el importe íntegro de los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos a los socios cuya participación en su capital social sea igual o superior al 5 % cuando dichos dividendos por parte de sus socios estén exentos o tributen a un tipo de gravamen inferior al 10 %. Esta condición no será aplicable cuando el socio que percibe el dividendo sea una SOCIMI. Anteriormente, los dividendos distribuidos por la sociedad no estaban sometidos a retención o ingreso a cuenta, cualquiera que fuera la naturaleza del socio que percibiese los dividendos.

En relación con el régimen fiscal de los socios, a los dividendos distribuidos con cargo a beneficios o reservas respecto de los que se haya aplicado el régimen de las SOCIMI, cuando el perceptor sea contribuyente del impuesto sobre sociedades o del impuesto sobre la renta de no residentes, no les será de aplicación la deducción para evitar la doble imposición interna. En caso de que tribute en el IRPF, no será de aplicación la exención aplicable a dividendos establecida en la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF<sup>85</sup>.

Los socios cuya participación en el capital social de la entidad sea igual o superior al 5 % y reciban dividendos o participaciones en beneficios que tributen a un tipo de gravamen de, al menos, el 10 % tendrán la obligación de notificar tal circunstancia a la entidad en el plazo de diez días a contar desde el siguiente a aquel en que aquellos sean satisfechos.

## OTROS IMPUESTOS

En el ámbito del IRPF, se adoptan varias medidas:

- 1) Se suprime la deducción por inversión en vivienda habitual. No obstante, se establece un régimen transitorio en virtud del cual podrán seguir practicán-

84 El EEE comenzó a existir el 1 de enero de 1994, con motivo de un acuerdo entre países miembros de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC). Su creación permitió a los países de la AELC participar en el mercado interior de la UE sin tener que adherirse a ella. Está integrado por los 27 países de la UE, y los miembros de la AELC siguientes: Islandia, Liechtenstein y Noruega.

85 En la normativa anterior, la tributación era diferente. En cuanto a los dividendos distribuidos con cargo a beneficios o reservas de ejercicios en los que haya sido de aplicación el régimen fiscal especial, si el perceptor es un contribuyente del IRPF o del impuesto sobre la renta de no residentes sin establecimiento permanente, el dividendo percibido se considerará renta exenta de dicho impuesto. Si es contribuyente del impuesto sobre sociedades o del impuesto sobre la renta de no residentes con establecimiento permanente, la renta que se ha de integrar en la base imponible será el resultado de multiplicar por 100/81 el ingreso contabilizado correspondiente a los dividendos percibidos. Sobre dicha renta no será de aplicación la deducción establecida para evitar la doble imposición. En este caso, de la cuota íntegra podrá deducirse el 19 % (o el tipo de gravamen del sujeto pasivo, de ser inferior) de la renta integrada en la base imponible.

dose la deducción los siguientes contribuyentes: 1) los contribuyentes que hubieran adquirido su vivienda habitual o satisfecho cantidades para su construcción con anterioridad al 1 de enero de 2013; 2) los contribuyentes que hubieran satisfecho cantidades por obras de rehabilitación o ampliación de la vivienda habitual con anterioridad al 1 de enero de 2013, siempre que las citadas obras estén terminadas antes del 1 de enero de 2017, y 3) los contribuyentes que hubieran satisfecho cantidades para la realización de obras e instalaciones de adecuación de la vivienda habitual de las personas con discapacidad con anterioridad al 1 de enero de 2013, siempre y cuando las citadas obras o instalaciones estén concluidas antes del 1 de enero de 2017.

En todo caso, para poder aplicar el régimen transitorio de deducción se exige que los contribuyentes hayan aplicado la deducción por dicha vivienda en 2012 o en años anteriores, salvo que no la hayan podido aplicar todavía porque el importe invertido en ella no haya superado el importe exento por reinversión o las bases efectivas de deducción de viviendas anteriores.

- 2) Se establece un gravamen especial del 20 % a los premios cuyo importe sea superior a 2.500 euros de las loterías del Estado, de las Comunidades Autónomas, de la ONCE, de la Cruz Roja Española y de otras entidades análogas de carácter europeo, que hasta ahora estaban exentos. En concreto, el gravamen especial se devengará por la parte del premio que exceda del citado importe en el momento en el que se abone, debiendo practicarse, con carácter general, una retención o ingreso a cuenta que tendrá carácter liberatorio de la obligación de presentar una autoliquidación por aquel. Este gravamen se hace extensible a los contribuyentes sujetos al impuesto sobre la renta de no residentes.
- 3) Las ganancias o pérdidas derivadas de transmisiones de elementos patrimoniales tributarán en la base del ahorro solo cuando el bien permanezca más de un año en el patrimonio del contribuyente (anteriormente no existía este límite). En consecuencia, a partir de ahora se integran en la base imponible general las derivadas de transmisión cuando el período de generación sea menor o igual a un año.
- 4) Se limita el importe del saldo de las pérdidas de la base imponible general que pueden compensarse con el saldo positivo de los rendimientos e imputaciones de rentas, pasando del 25 % al 10 %.
- 5) Se prorroga durante el año 2013 el tratamiento fiscal de los gastos e inversiones efectuados (como se ha venido aplicando en el período 2007-2012) para formación de los empleados en la utilización de las nuevas tecnologías de la comunicación y de la información.
- 6) Se mantiene, al igual que para el impuesto sobre sociedades, la deducción por mantenimiento o creación de empleo para 2013, que consiste en la aplicación del tipo impositivo del 20 %, en lugar del 25 %, para los contribuyentes que ejerzan actividades económicas cuyo importe neto de la cifra de negocios para el conjunto de ellas sea inferior a 5 millones de euros y tengan una plantilla media inferior a 25 empleados.

En relación con el impuesto de sociedades:

- 1) Se limita el derecho a deducir las amortizaciones del inmovilizado material, intangible y de las inversiones inmobiliarias para las empresas que no sean de reducida dimensión. Así, para los años 2013 y 2014 se deducirá en la base imponible el 70 % de la amortización contable del inmovilizado material, intangible y de las inversiones inmobiliarias que hubiera resultado fiscalmente deducible. La que no resulte fiscalmente deducible se deducirá de forma lineal durante un plazo de 10 años u opcionalmente durante la vida útil del elemento patrimonial, a partir del primer período impositivo que se inicie dentro del año 2015.
- 2) Se regula la opción de actualizar los balances de los contribuyentes sujetos al impuesto sobre sociedades, a los del IRPF que realicen actividades económicas y a los sujetos al impuesto sobre la renta de no residentes con establecimiento permanente. En este sentido, serán actualizables: 1) los elementos del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias situados tanto en España como en el extranjero (en caso de contribuyentes del impuesto sobre la renta de no residentes con establecimiento permanente, los elementos actualizables se limitan a los afectos a dicho establecimiento); 2) los elementos del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias adquiridos en régimen de arrendamiento financiero, pero condicionados, con carácter resolutorio, al ejercicio de la opción de compra, y 3) los elementos patrimoniales correspondientes a acuerdos de concesión registrados como activo intangible por las empresas concesionarias.

La actualización se referirá necesariamente a todos los elementos susceptibles de aquella y a las correspondientes amortizaciones, salvo en el caso de los inmuebles, respecto a los cuales podrá optarse por su actualización de forma independiente para cada uno de ellos (deberá realizarse distinguiendo entre el valor del suelo y el de la construcción).

- 3) Se flexibilizan los criterios específicos que permiten la aplicación del régimen fiscal especial de arrendamiento de viviendas. Así, se elimina el requisito relativo a la superficie construida de cada vivienda (antes no debía exceder de 135 metros cuadrados); se reduce de 10 a 8 el número de viviendas arrendadas u ofrecidas en arrendamiento por la entidad en cada período impositivo, y se reduce de siete a tres años el período que deben mantenerse aquellas en arrendamiento.

En materia del IVA, cabe reseñar que, en las operaciones a plazos, bastará instar el cobro de uno de los plazos para que el crédito se considere incobrable y la base imponible pueda reducirse en la proporción que corresponda por el plazo o plazos impagados. Asimismo, se introducen modificaciones técnicas con una finalidad aclaratoria en los supuestos de rectificación de facturas a destinatarios que no actúen como empresarios y profesionales, con el objetivo de que, en caso de pago posterior total o parcial de la contraprestación por el destinatario, este no resulte deudor frente a la Hacienda pública por el importe de la cuota del impuesto que se entienda incluida en el pago realizado.

En relación con el impuesto sobre el patrimonio, restablecido con carácter temporal para los años 2011 y 2012 por el Real Decreto Ley 13/2011, de 16 de septiembre, se prorroga su vigencia durante el año 2013.

Finalmente, en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, se declaran no sujetas las anotaciones preventivas que se practiquen en los registros públicos cuando tengan por objeto un derecho o interés valuable y vengán ordenadas de oficio por la autoridad judicial o administrativa.

La ley entró en vigor el 29 de diciembre.

**Medidas urgentes  
para reforzar la protección  
a los deudores  
hipotecarios**

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 27/2012, de 15 de noviembre (BOE del 16)*, de medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios. Su objetivo, por un lado, es la suspensión por un plazo de dos años de los desahucios de su vivienda habitual de las familias que se encuentren en una situación de especial riesgo de exclusión; y, por otro, la creación de un fondo social de viviendas.

**SUSPENSIÓN DE LOS  
LANZAMIENTOS SOBRE  
VIVIENDAS HABITUALES  
DE COLECTIVOS  
ESPECIALMENTE VULNERABLES**

Como se ha mencionado, hasta que hayan transcurrido dos años desde la entrada en vigor de la norma, no se procederá al desahucio de la vivienda habitual de personas que se encuentren en uno de los supuestos de especial vulnerabilidad que se reseñan a continuación. Se requiere para ello, además, que en el proceso de ejecución hipotecaria la vivienda se hubiera adjudicado al acreedor, o persona que actúe por su cuenta, así como la concurrencia de determinadas circunstancias económicas.

Los supuestos de especial vulnerabilidad son los siguientes:

- 1) Familia numerosa.
- 2) Unidad familiar monoparental con dos hijos a cargo.
- 3) Unidad familiar de la que forme parte un menor de tres años.
- 4) Unidad familiar en la que alguno de sus miembros tenga declarada discapacidad superior al 33 %, situación de dependencia o enfermedad que le incapacite acreditadamente de forma permanente para realizar una actividad laboral.
- 5) Unidad familiar en la que el deudor hipotecario se encuentre en situación de desempleo y haya agotado las prestaciones por desempleo.
- 6) Unidad familiar en la que convivan, en la misma vivienda, una o más personas que estén unidas con el titular de la hipoteca o su cónyuge por vínculo de parentesco hasta el tercer grado de consanguinidad o afinidad, y que se encuentren en situación personal de discapacidad, dependencia, enfermedad grave que les incapacite acreditadamente de forma temporal o permanente para realizar una actividad laboral.
- 7) Unidad familiar en la que exista una víctima de violencia de género en caso de que la vivienda objeto de lanzamiento constituya su domicilio habitual.

Además de encontrarse en uno de los supuestos anteriores, deberá concurrir alguna de las siguientes circunstancias económicas:

- 1) Que el conjunto de los ingresos de los miembros de la unidad familiar no supere el límite de tres veces el Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples (IPREM).



- 2) Que, en los cuatro años anteriores al momento de la solicitud, la unidad familiar haya sufrido una alteración significativa de sus circunstancias económicas, en términos de esfuerzo de acceso a la vivienda<sup>86</sup>.
- 3) Que la cuota hipotecaria resulte superior al 50 % de los ingresos netos que perciba el conjunto de los miembros de la unidad familiar.
- 4) Que se trate de un crédito o préstamo garantizado con hipoteca que recaiga sobre la única vivienda en propiedad del deudor y concedido para su adquisición.

#### FONDO SOCIAL DE VIVIENDAS

La norma encomienda al Gobierno que promueva con el sector financiero la constitución de un fondo social de viviendas propiedad de las entidades de crédito, destinadas a ofrecer cobertura para aquellas personas que, encontrándose en las circunstancias antes mencionadas, hayan sido desalojadas de su vivienda habitual por el impago de un préstamo hipotecario. Asimismo, se les deberá facilitar un contrato de arrendamiento cuyo alquiler esté en función de los ingresos que perciban.

El real decreto ley entró en vigor el 16 de noviembre.

14.1.2013.

---

<sup>86</sup> Por alteración significativa de las circunstancias económicas se entiende que el esfuerzo que represente la carga hipotecaria sobre la renta familiar se haya multiplicado, al menos, por 1,5.



## ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es/webbde/es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en el área de Estadísticas (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/caldif.html>).

### PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.  
Componentes de la demanda. España y zona del euro 4\*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.  
Componentes de la demanda. España: detalle 5\*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.  
Ramas de actividad. España 6\*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 7\*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 8\*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 9\*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 10\*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 11\*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 12\*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 13\*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 14\*

### Demanda nacional y actividad

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 15\*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción).  
España 16\*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.  
España 17\*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 18\*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 19\*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.  
España y zona del euro 20\*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 21\*

### MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 22\*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 23\*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 24\*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 25\*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.  
España 26\*
- 4.6 Convenios colectivos. España 27\*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 28\*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 29\*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	30*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	31*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2005=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	34*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	35*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	36*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	37*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	38*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	39*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	40*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	41*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	42*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	43*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	44*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	46*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	47*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	48*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	49*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	50*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.8	Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	53*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	54*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	55*

1 Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES  
DE COMPETITIVIDAD

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 56\*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 57\*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 58\*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo<sup>1</sup> (BE) 59\*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)<sup>1</sup> (BE) 60\*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 61\*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 62\*

1 Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

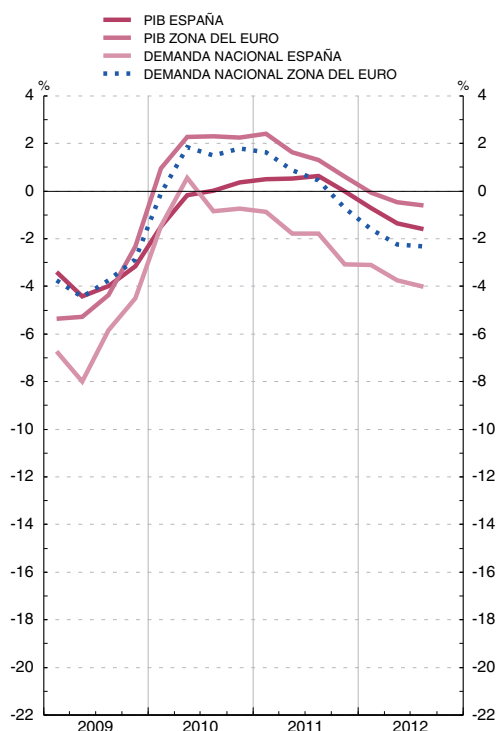
# 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

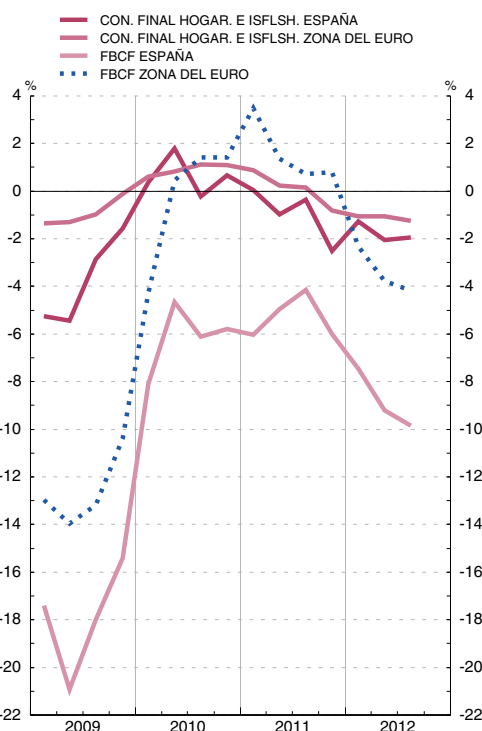
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
09	P	-3,7	-4,3	-3,8	-0,9	3,7	2,6	-18,0	-12,6	-6,3	-3,7	-10,0	-12,2	-17,2	-10,9	1 048	8 920
10	P	-0,3	1,9	0,7	0,9	1,5	0,7	-6,2	-0,2	-0,6	1,3	11,3	11,0	9,2	9,4	1 049	9 169
11	P	0,4	1,5	-0,9	0,1	-0,5	-0,1	-5,3	1,6	-1,9	0,6	7,6	6,5	-0,9	4,4	1 063	9 418
09 / IV	P	-3,1	-2,3	-1,6	-0,1	1,8	2,5	-15,4	-10,4	-4,5	-2,9	-0,5	-4,4	-5,5	-5,8	260	2 243
10 /	P	-1,5	1,0	0,4	0,6	1,0	1,4	-8,1	-4,3	-1,5	-0,1	9,5	7,3	8,5	4,6	261	2 260
II	P	-0,2	2,3	1,8	0,8	2,2	0,9	-4,7	0,5	0,5	1,8	12,5	12,8	14,6	11,9	262	2 289
III	P	0,0	2,3	-0,2	1,1	2,5	0,7	-6,1	1,4	-0,9	1,5	10,6	12,1	6,6	10,3	262	2 305
IV	P	0,4	2,2	0,7	1,1	0,3	-0,0	-5,8	1,4	-0,7	1,8	12,4	11,7	7,5	10,9	264	2 316
11 /	P	0,5	2,4	0,0	0,9	2,2	0,2	-6,0	3,5	-0,9	1,6	10,2	10,5	4,5	8,7	265	2 340
II	P	0,5	1,6	-1,0	0,2	-0,5	0,2	-4,9	1,4	-1,8	0,9	7,1	6,4	-1,6	4,7	266	2 353
III	P	0,6	1,3	-0,4	0,2	-2,7	-0,4	-4,2	0,7	-1,8	0,4	7,6	5,7	-1,2	3,7	266	2 364
IV	P	-0,0	0,6	-2,5	-0,8	-1,1	-0,3	-6,0	0,8	-3,1	-0,7	5,8	3,6	-4,9	0,5	266	2 361
12 /	P	-0,7	-0,1	-1,3	-1,0	-3,7	-0,1	-7,5	-2,3	-3,1	-1,6	2,4	2,5	-5,8	-1,0	264	2 369
II	P	-1,4	-0,5	-2,1	-1,0	-2,9	-0,2	-9,2	-3,8	-3,8	-2,2	2,9	3,4	-5,1	-0,6	263	2 371
III	P	-1,6	-0,6	-1,9	-1,3	-3,9	-0,1	-9,9	-4,2	-4,0	-2,3	4,3	2,9	-3,5	-0,9	263	2 379

PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO  
Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

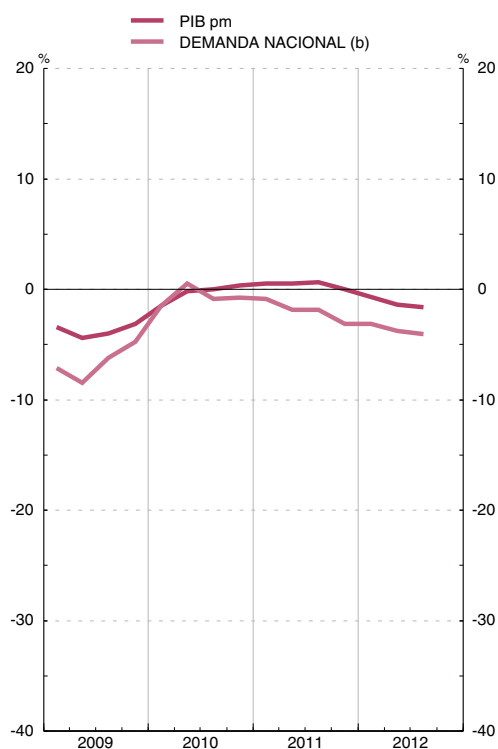
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

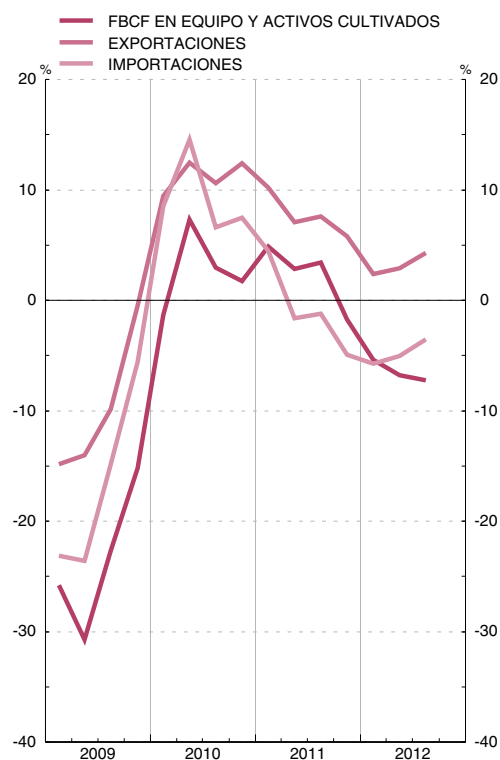
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Activos fijos materiales			Activos fijos inmateriales		Total	Bienes	Servicios	Del cual	Total	Bienes	Servicios	Del cual	Demanda nacional (b) (c)	PIB
			Total	Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados												
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
09	P	-18,0	-18,5	-16,6	-23,9	-7,5	-0,0	-10,0	-10,4	-9,2	-9,6	-17,2	-18,7	-11,4	-13,3	-6,6	-3,7
10	P	-6,2	-6,7	-9,8	2,6	3,5	0,1	11,3	15,1	4,1	2,6	9,2	12,1	0,3	0,4	-0,6	-0,3
11	P	-5,3	-5,8	-9,0	2,3	3,1	-0,1	7,6	8,5	5,8	6,4	-0,9	-0,7	-1,4	-4,5	-1,9	0,4
09 / IV	P	-15,4	-15,9	-16,2	-15,2	-6,1	-0,0	-0,5	4,7	-10,0	-5,8	-5,5	-4,3	-9,7	-7,3	-4,8	-3,1
10 /	P	-8,1	-8,7	-11,0	-1,3	2,8	0,1	9,5	15,0	-0,3	0,3	8,5	10,6	2,1	-2,1	-1,5	-1,5
II	P	-4,7	-5,3	-9,3	7,3	6,5	0,2	12,5	16,9	4,3	0,6	14,6	18,2	3,2	1,0	0,6	-0,2
III	P	-6,1	-6,5	-9,7	3,0	0,9	0,2	10,6	13,2	5,9	5,1	6,6	9,7	-3,2	2,5	-0,9	0,0
IV	P	-5,8	-6,4	-9,2	1,8	3,8	0,1	12,4	15,4	6,7	4,5	7,5	10,1	-0,9	0,2	-0,7	0,4
11 /	P	-6,0	-6,7	-10,8	4,9	4,1	0,0	10,2	14,0	2,8	5,5	4,5	6,4	-1,9	-2,6	-0,9	0,5
II	P	-4,9	-5,4	-8,5	2,9	1,4	-0,1	7,1	8,0	5,2	8,4	-1,6	-1,2	-3,1	-6,0	-1,8	0,5
III	P	-4,2	-4,7	-8,0	3,5	4,9	-0,1	7,6	8,4	5,9	5,9	-1,2	-1,9	1,3	-5,1	-1,8	0,6
IV	P	-6,0	-6,6	-8,6	-1,7	2,0	-0,1	5,8	4,2	9,4	5,8	-4,9	-5,8	-2,0	-4,3	-3,1	-0,0
12 /	P	-7,5	-8,2	-9,4	-5,4	3,1	-0,0	2,4	2,5	2,1	-0,8	-5,8	-5,7	-6,1	-8,5	-3,1	-0,7
II	P	-9,2	-10,1	-11,5	-6,8	2,9	-0,0	2,9	3,3	2,2	-2,1	-5,1	-5,9	-1,8	-2,2	-3,8	-1,4
III	P	-9,9	-10,9	-12,6	-7,2	4,7	-0,0	4,3	3,7	5,5	0,8	-3,5	-3,8	-2,5	-8,3	-4,0	-1,6

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.



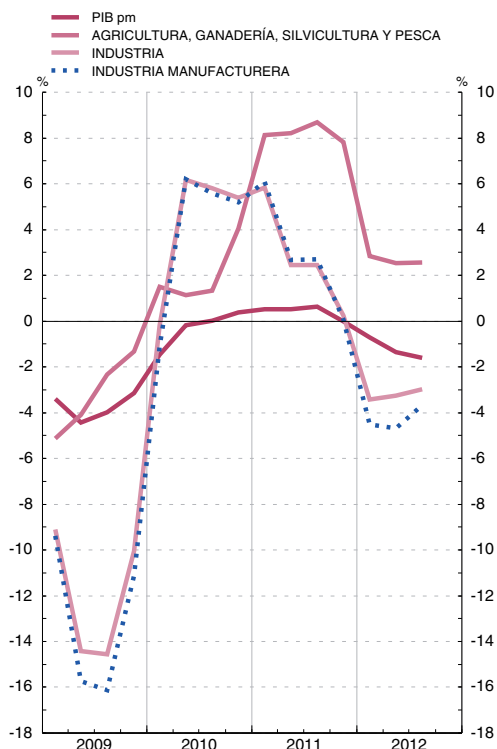
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

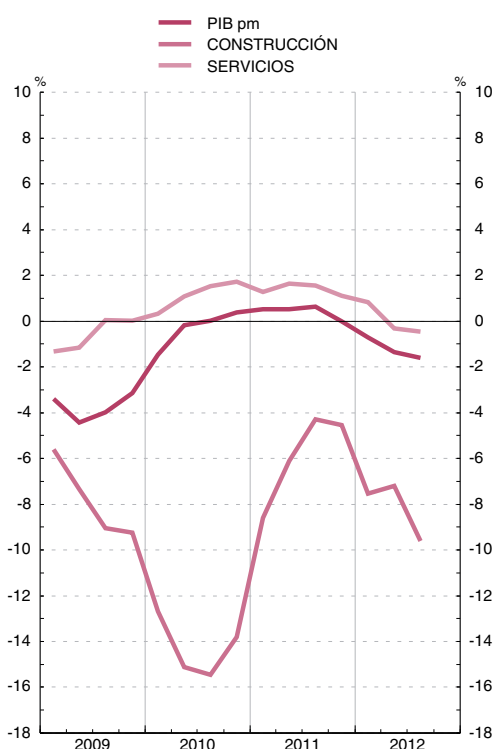
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios									Impuestos netos sobre los productos
				Total	Del cual Industria manufacturera		Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración Pública, Sanidad y Educación	Actividades de artistas, recreativas y otros servicios		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
09	P	-3,7	-3,2	-12,1	-13,1	-7,8	-0,6	-1,9	0,9	-4,0	0,0	-2,6	2,3	0,3	-5,4	
10	P	-0,3	2,0	4,3	3,9	-14,3	1,2	1,6	6,5	-3,7	-0,9	-0,2	2,4	0,3	0,1	
11	P	0,4	8,2	2,7	2,9	-5,9	1,4	1,1	3,9	-3,6	2,7	3,2	1,1	1,4	-5,5	
09 / IV	P	-3,1	-1,3	-10,1	-11,1	-9,3	0,0	0,1	4,6	-6,4	0,6	-2,6	1,4	1,6	-5,3	
10 /	P	-1,5	1,5	-0,2	-1,1	-12,7	0,3	1,1	5,3	-7,3	-1,9	-0,9	1,6	2,1	-1,4	
II	P	-0,2	1,1	6,2	6,2	-15,1	1,1	1,8	7,2	-5,5	-0,8	-0,0	1,8	1,6	1,1	
III	P	0,0	1,3	5,8	5,6	-15,5	1,5	1,6	7,4	-1,3	-1,1	0,2	3,0	-0,7	0,7	
IV	P	0,4	4,1	5,4	5,2	-13,8	1,7	1,8	6,0	-0,2	0,0	-0,1	3,3	-1,6	0,1	
11 /	P	0,5	8,1	5,8	6,1	-8,6	1,3	1,8	4,1	-6,5	2,8	2,9	1,1	-0,3	-4,7	
II	P	0,5	8,2	2,4	2,7	-6,1	1,6	2,0	3,6	-4,9	2,3	3,1	1,8	0,1	-5,3	
III	P	0,6	8,7	2,5	2,7	-4,3	1,6	1,0	4,3	-3,4	2,9	3,6	1,3	3,1	-6,0	
IV	P	-0,0	7,8	0,2	0,1	-4,5	1,1	-0,2	3,7	0,4	2,8	3,4	0,3	2,9	-5,9	
12 /	P	-0,7	2,8	-3,4	-4,5	-7,5	0,8	0,2	1,8	3,0	2,1	0,5	0,5	1,3	-0,6	
II	P	-1,4	2,5	-3,3	-4,7	-7,2	-0,3	-1,3	0,8	2,1	1,7	-1,6	0,0	-1,0	-0,5	
III	P	-1,6	2,6	-3,0	-3,7	-9,6	-0,5	-1,0	0,8	-0,2	2,1	0,5	-1,5	-0,9	-0,2	

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

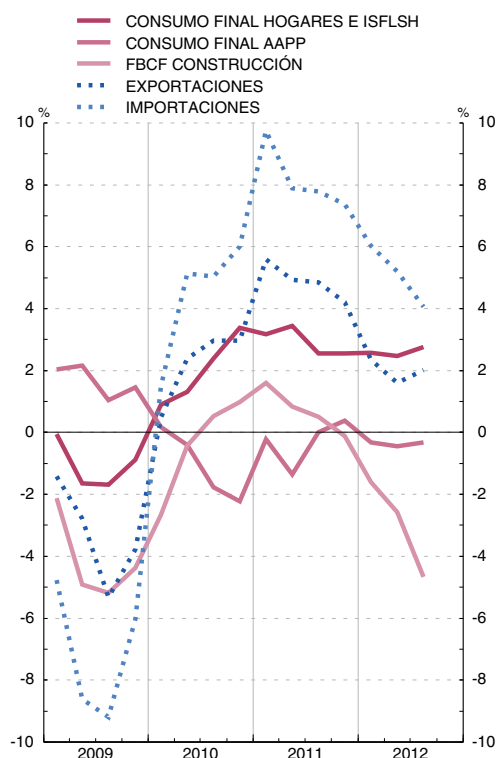
# 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

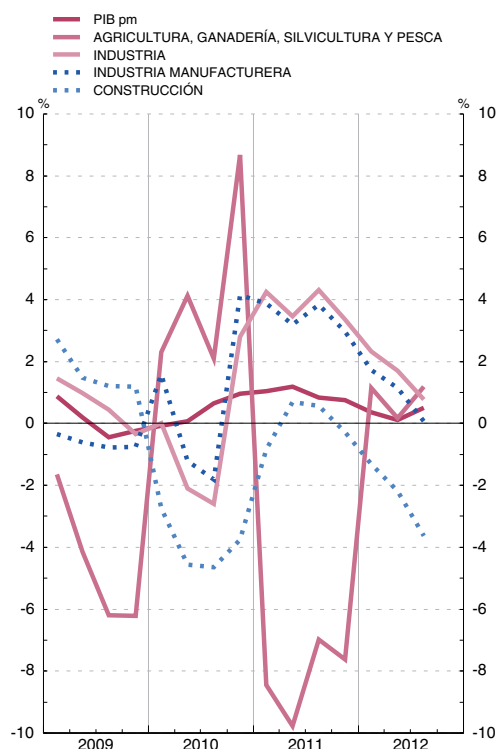
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Produc- to in- terior bruto a precios de mer- cado	Ramras de actividad											
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Agricultura, ganade- ría,sil- vicultu- ra y pesca		Industria	Construc- ción	Servicios									
				Total	Activos fijos materiales								Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunica- ciones	Acti- vidades financie- ras y de seguros	Acti- vidades inmo- biliarias	Acti- vidades profesio- nales	Admi- nistración pública, sanidad y educación	Acti- vidades artísticas, recreativas y otros servicios		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
09	P	-1,1	1,7	-3,3	-4,1	-1,7	0,2	-3,3	-7,2	0,1	-4,6	0,6	-0,7	1,7	1,6	1,9	0,3	10,2	-8,5	1,3	2,9	1,6
10	P	2,0	-1,1	0,6	-0,5	3,1	2,6	2,2	4,4	0,4	4,2	-0,5	0,7	-3,9	-1,2	0,2	-5,9	-20,2	13,5	-1,4	-1,4	0,6
11	P	2,9	-0,3	1,3	0,7	2,5	1,3	4,9	8,1	1,0	-8,2	3,8	3,4	0,0	0,8	2,4	-1,5	-4,1	4,7	0,3	-0,8	-0,3
09 / IV	P	-0,9	1,4	-3,3	-4,4	-0,6	-0,8	-3,8	-6,0	-0,2	-6,2	-0,3	-0,8	1,2	0,0	1,2	-1,1	1,3	-11,3	-0,0	2,7	1,2
10 /	P	0,9	0,2	-1,6	-2,7	0,6	2,7	0,5	1,5	-0,1	2,3	0,0	1,6	-2,8	-0,1	-0,0	-5,1	-14,9	14,9	-1,8	1,4	0,7
II	P	1,3	-0,4	0,4	-0,4	2,1	2,6	2,4	5,1	0,1	4,1	-2,1	-1,2	-4,6	-2,3	-2,2	-6,1	-22,4	9,9	-2,8	0,1	0,2
III	P	2,4	-1,8	1,6	0,5	4,3	2,6	3,0	5,0	0,6	2,1	-2,6	-1,8	-4,6	-2,1	0,0	-6,5	-22,8	11,0	-1,2	-2,8	0,5
IV	P	3,4	-2,2	2,2	1,0	5,3	2,6	3,0	6,0	1,0	8,7	2,8	4,1	-3,8	-0,2	2,8	-5,8	-20,4	18,2	0,2	-3,9	1,1
11 /	P	3,2	-0,2	2,4	1,6	4,6	1,1	5,6	9,7	1,0	-8,4	4,2	3,9	-0,8	0,2	2,1	-1,6	-10,1	3,2	1,0	-0,8	-0,2
II	P	3,5	-1,3	1,5	0,8	3,1	1,7	4,9	7,9	1,2	-9,8	3,5	3,2	0,7	1,4	3,0	-1,4	-3,2	9,2	1,8	-1,9	-0,4
III	P	2,6	-0,0	0,8	0,5	1,6	0,9	4,9	7,8	0,8	-7,0	4,3	3,8	0,6	0,7	2,1	-1,4	-2,7	4,1	-0,9	-0,5	-0,3
IV	P	2,6	0,4	0,3	-0,1	0,9	1,5	4,2	7,4	0,8	-7,6	3,4	3,0	-0,3	0,9	2,3	-1,6	0,5	2,7	-0,6	-0,1	-0,2
12 /	P	2,6	-0,3	-0,1	-1,6	3,0	0,6	2,4	6,0	0,4	1,1	2,3	1,7	-1,3	1,0	2,1	-3,0	4,2	1,3	0,2	-0,3	1,6
II	P	2,4	-0,4	-1,0	-2,6	2,0	0,4	1,6	5,2	0,1	0,2	1,7	1,1	-2,2	1,2	2,2	-3,3	8,1	1,9	0,0	-0,5	1,2
III	P	2,7	-0,3	-2,3	-4,7	1,9	0,9	2,0	4,1	0,5	1,2	0,8	0,1	-3,6	0,9	2,2	-5,5	6,5	0,1	0,3	-0,4	1,4

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

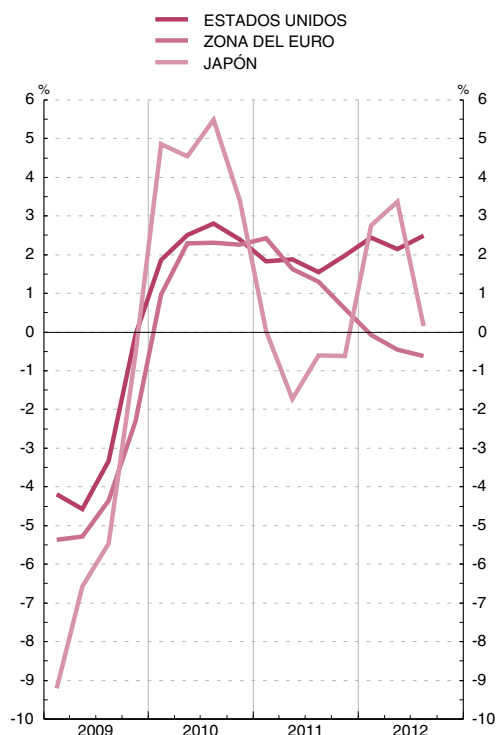
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

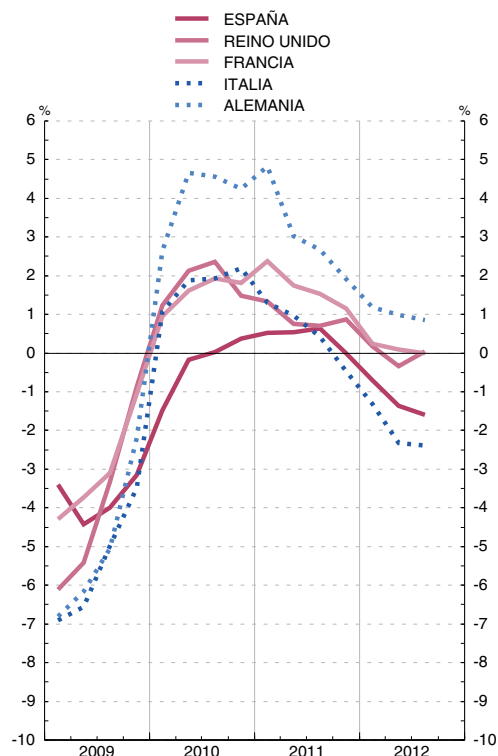
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
09	-3,6	-4,3	-4,3	-5,1	-3,7	-3,1	-3,1	-5,5	-5,5	-4,0
10	3,0	2,1	2,0	4,0	-0,3	2,4	1,6	1,8	4,6	1,8
11	1,8	1,6	1,5	3,1	0,4	1,8	1,7	0,6	-0,7	0,9
09 III	-3,6	-4,3	-4,4	-5,0	-4,0	-3,3	-3,1	-5,0	-5,5	-3,3
IV	-0,6	-2,1	-2,3	-2,2	-3,1	-0,1	-1,0	-3,5	-0,6	-0,9
10 I	2,5	1,0	1,0	2,6	-1,5	1,9	0,9	1,1	4,8	1,2
II	3,3	2,3	2,3	4,7	-0,2	2,5	1,6	1,9	4,5	2,1
III	3,3	2,5	2,3	4,6	0,0	2,8	1,9	1,9	5,5	2,4
IV	2,9	2,4	2,3	4,2	0,4	2,4	1,8	2,2	3,4	1,5
11 I	2,4	2,4	2,4	4,8	0,5	1,8	2,4	1,3	0,0	1,3
II	1,8	1,7	1,6	3,0	0,5	1,9	1,7	1,0	-1,7	0,8
III	1,7	1,4	1,3	2,7	0,6	1,6	1,5	0,4	-0,6	0,7
IV	1,5	0,8	0,6	1,9	-0,0	2,0	1,2	-0,5	-0,6	0,9
12 I	1,7	0,1	-0,1	1,2	-0,7	2,4	0,2	-1,3	2,7	0,2
II	1,6	-0,3	-0,5	1,0	-1,4	2,1	0,1	-2,3	3,4	-0,3
III	...	-0,4	-0,6	0,9	-1,6	2,5	-0,0	-2,4	0,2	0,0

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

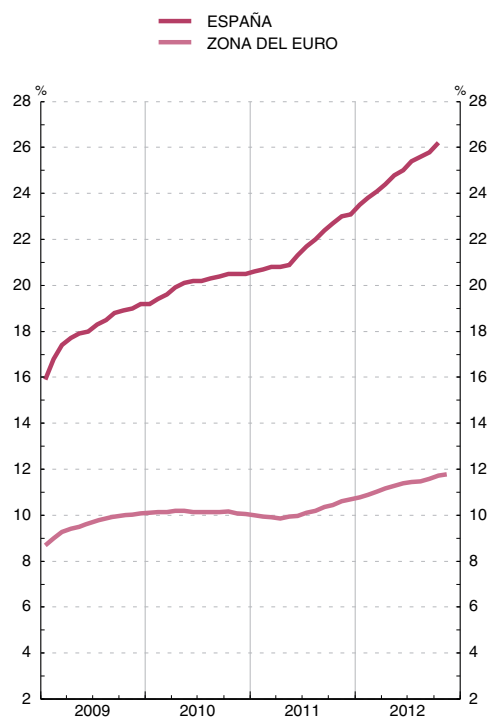
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

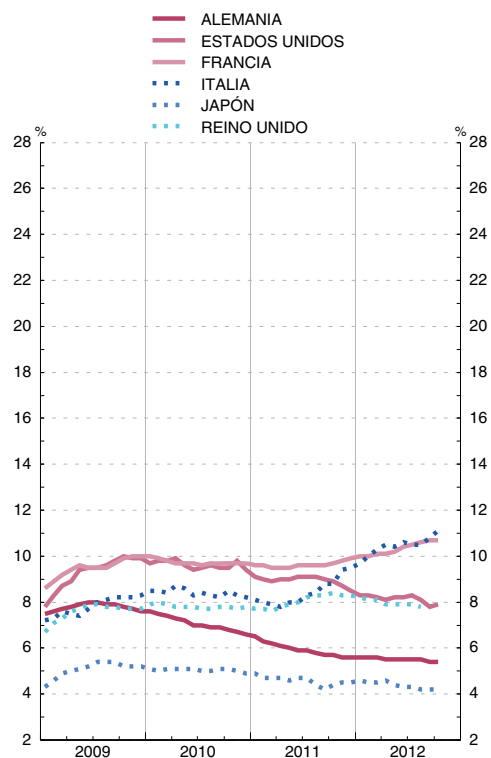
Porcentajes

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
09	8,2	9,0	9,6	7,8	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
10	8,3	9,6	10,1	7,1	20,1	9,6	9,7	8,4	5,1	7,8
11	8,0	9,7	10,2	5,9	21,7	8,9	9,6	8,4	4,6	8,0
11 May	7,9	9,5	9,9	6,0	20,9	9,0	9,5	8,0	4,6	7,9
Jun	8,0	9,5	10,0	5,9	21,3	9,1	9,6	8,0	4,7	8,0
Jul	8,0	9,6	10,1	5,9	21,7	9,1	9,6	8,3	4,7	8,2
Ago	8,0	9,7	10,2	5,8	22,0	9,1	9,6	8,4	4,4	8,3
Sep	8,0	9,8	10,3	5,7	22,4	9,0	9,6	8,8	4,2	8,3
Oct	8,0	9,9	10,4	5,7	22,7	8,9	9,7	8,8	4,4	8,4
Nov	8,0	10,0	10,6	5,6	23,0	8,7	9,8	9,4	4,5	8,3
Dic	7,9	10,0	10,7	5,6	23,1	8,5	9,9	9,5	4,5	8,3
12 Ene	7,9	10,1	10,8	5,6	23,5	8,3	10,0	9,7	4,6	8,2
Feb	8,0	10,2	10,9	5,6	23,8	8,3	10,0	10,0	4,5	8,1
Mar	7,9	10,2	11,0	5,6	24,1	8,2	10,1	10,3	4,5	8,1
Abr	7,9	10,3	11,2	5,5	24,4	8,1	10,1	10,5	4,6	7,9
May	8,0	10,4	11,3	5,5	24,8	8,2	10,2	10,4	4,4	7,9
Jun	8,0	10,5	11,4	5,5	25,0	8,2	10,4	10,6	4,3	7,9
Jul	8,0	10,5	11,5	5,5	25,4	8,3	10,5	10,5	4,3	7,9
Ago	8,0	10,6	11,5	5,5	25,6	8,1	10,6	10,5	4,2	7,8
Sep	7,9	10,6	11,6	5,4	25,8	7,8	10,7	10,8	4,2	...
Oct	8,0	10,7	11,7	5,4	26,2	7,9	10,7	11,1	4,2	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

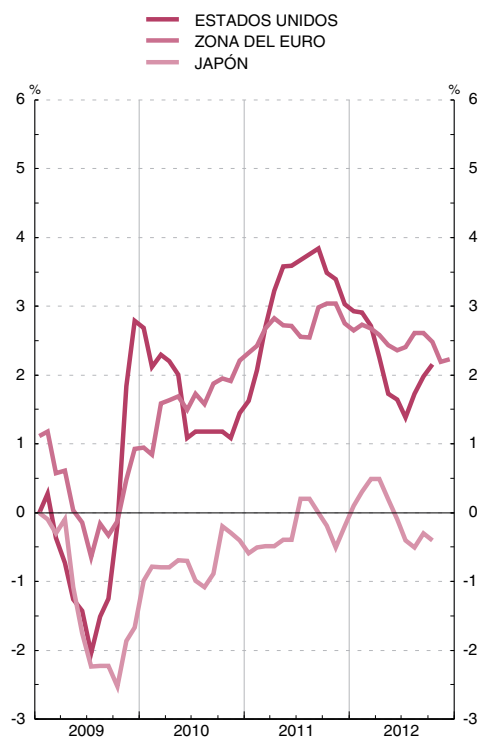
## 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

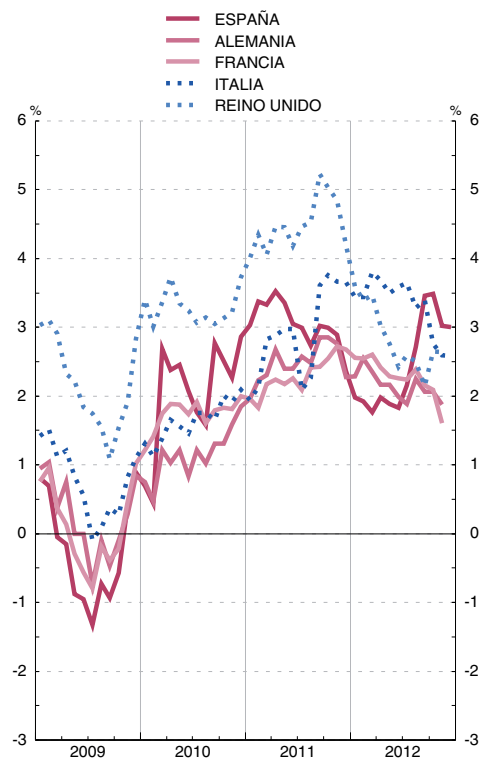
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
09	0,5	1,0	0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,3	2,2
10	1,9	2,1	1,6	1,2	2,0	1,6	1,7	1,6	-0,7	3,3
11	2,9	3,1	2,7	2,5	3,1	3,2	2,3	2,9	-0,3	4,5
11 Jul	3,1	2,9	2,6	2,6	3,0	3,7	2,1	2,1	0,2	4,5
Ago	3,2	3,0	2,5	2,5	2,7	3,8	2,4	2,3	0,2	4,5
Sep	3,2	3,3	3,0	2,9	3,0	3,8	2,4	3,6	-	5,2
Oct	3,1	3,4	3,0	2,9	3,0	3,5	2,5	3,8	-0,2	5,0
Nov	3,1	3,3	3,0	2,8	2,9	3,4	2,7	3,7	-0,5	4,8
Dic	2,9	3,0	2,7	2,3	2,4	3,0	2,7	3,7	-0,2	4,2
12 Ene	2,8	2,9	2,7	2,3	2,0	2,9	2,6	3,4	0,1	3,6
Feb	2,8	2,9	2,7	2,5	1,9	2,9	2,5	3,4	0,3	3,4
Mar	2,6	2,9	2,7	2,3	1,8	2,7	2,6	3,8	0,5	3,5
Abr	2,4	2,7	2,6	2,2	2,0	2,3	2,4	3,7	0,5	3,0
May	2,1	2,6	2,4	2,2	1,9	1,7	2,3	3,5	0,2	2,8
Jun	2,1	2,5	2,4	2,0	1,8	1,6	2,3	3,6	-0,1	2,4
Jul	1,9	2,5	2,4	1,9	2,2	1,4	2,2	3,6	-0,4	2,6
Ago	2,1	2,7	2,6	2,2	2,7	1,7	2,4	3,3	-0,5	2,5
Sep	2,2	2,7	2,6	2,1	3,5	2,0	2,2	3,4	-0,3	2,2
Oct	2,3	2,6	2,5	2,1	3,5	2,2	2,1	2,8	-0,4	2,6
Nov	...	2,4	2,2	1,9	3,0	...	1,6	2,6	...	2,6
Dic	...	...	2,2	...	3,0	...	...	2,6	...	...

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadros 26.11 y 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
09	1,3940	130,30	93,57	110,6	80,8	111,7	109,2	88,9	86,1	104,3	92,6	84,9
10	1,3267	116,42	87,78	103,7	78,6	119,9	101,6	86,7	90,2	98,1	93,0	87,7
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,7	82,4	92,8	97,6	90,5	88,7
11 E-D	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,7	82,4	92,8	97,6	90,5	88,7
12 E-D	1,2854	102,61	79,81	97,9	76,8	131,7	95,5	85,9	94,8	93,3	95,1	89,2
11 Oct	1,3706	105,06	76,65	103,0	74,8	133,7	100,2	83,1	97,0	97,1	91,6	92,1
Nov	1,3556	105,02	77,47	102,6	75,4	133,0	99,9	83,7	95,8	96,8	92,5	91,2
Dic	1,3179	102,55	77,81	100,8	76,3	134,1	98,1	84,7	96,6	95,2	93,5	92,1
12 Ene	1,2905	99,33	76,97	98,9	76,6	136,5	96,3	85,5	98,7	93,7	94,1	93,1
Feb	1,3224	103,77	78,46	99,6	75,5	132,1	97,2	84,4	95,3	94,7	93,0	89,8
Mar	1,3201	108,88	82,48	99,8	76,3	125,8	97,3	85,2	90,4	94,9	94,5	85,3
Abr	1,3162	107,00	81,30	99,5	76,1	127,8	97,2	84,9	91,6	94,5	94,4	86,2
May	1,2789	101,97	79,73	98,0	77,3	132,3	95,7	86,2	94,6	93,2	95,7	89,2
Jun	1,2526	99,26	79,24	97,2	78,3	134,5	94,9	87,6	95,9	92,3	96,6	90,7
Jul	1,2288	97,07	78,99	95,3	78,5	135,8	93,2	87,8	96,7	91,0	96,7	90,9
Ago	1,2400	97,58	78,69	95,2	77,6	135,4	93,1	87,1	96,1	91,2	96,3	89,9
Sep	1,2856	100,49	78,17	97,2	75,9	134,0	94,9	85,2	94,8	93,2	94,8	88,7
Oct	1,2974	102,47	78,98	97,8	75,9	132,2	95,4	85,0	93,4	94,0	94,8	87,7
Nov	1,2828	103,94	81,02	97,2	76,9	129,6	94,8	...	...	93,7	...	...
Dic	1,3119	109,71	83,61	98,7	76,4	124,2	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

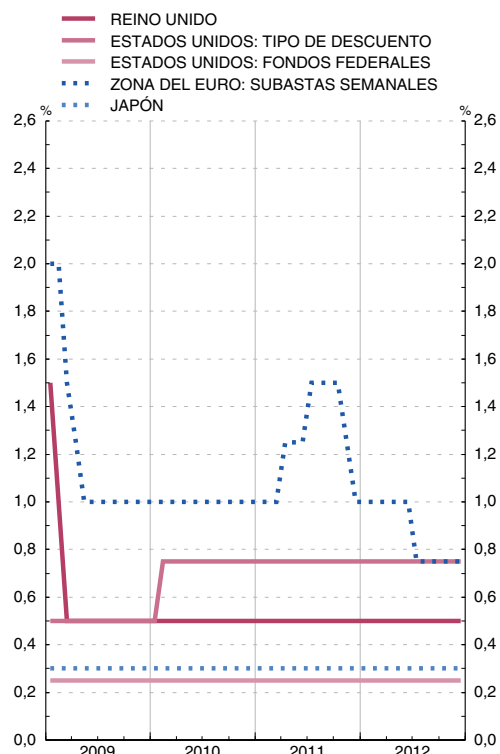
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

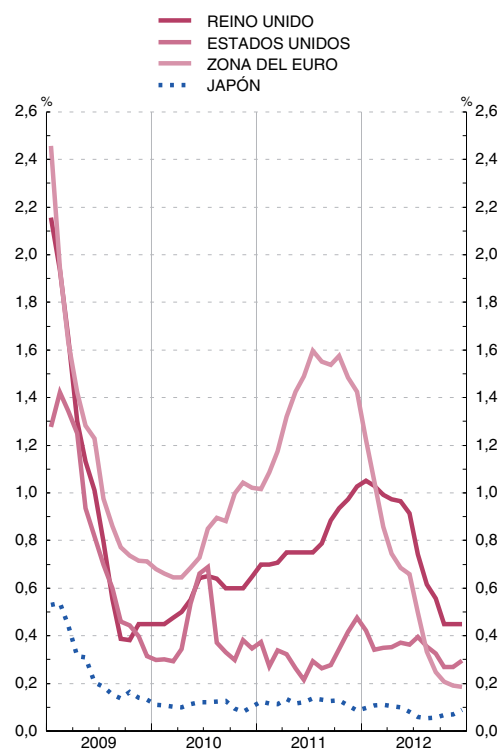
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	1,23	0,83	-	-	0,27	1,01
10	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	0,87	0,40	-	-	0,11	0,57
11	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,81	1,32	1,39	-	1,34	0,32	-	-	0,12	0,81
11 Jul	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,86	1,48	1,60	-	-	0,29	-	-	0,14	0,75
Ago	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,83	1,44	1,55	-	1,45	0,26	-	-	0,13	0,79
Sep	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,84	1,46	1,54	-	1,68	0,28	-	-	0,13	0,88
Oct	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,49	1,58	-	-	0,34	-	-	0,13	0,93
Nov	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,42	1,48	-	1,46	0,42	-	-	0,11	0,97
Dic	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,38	1,43	-	-	0,48	-	-	0,09	1,03
12 Ene	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,21	1,22	-	1,16	0,42	-	-	0,10	1,05
Feb	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,71	1,07	1,05	-	1,07	0,34	-	-	0,11	1,03
Mar	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,65	0,91	0,86	-	0,94	0,35	-	-	0,11	0,99
Abr	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,62	0,81	0,74	-	-	0,35	-	-	0,11	0,97
May	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,60	0,76	0,68	-	-	0,37	-	-	0,10	0,96
Jun	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,72	0,66	-	-	0,36	-	-	0,08	0,91
Jul	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,56	0,50	-	-	0,40	-	-	0,06	0,74
Ago	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,45	0,40	0,33	-	-	0,35	-	-	0,05	0,62
Sep	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,41	0,32	0,25	-	-	0,32	-	-	0,06	0,56
Oct	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,21	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
Nov	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,19	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
Dic	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,19	-	-	0,30	-	-	0,09	0,45

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).



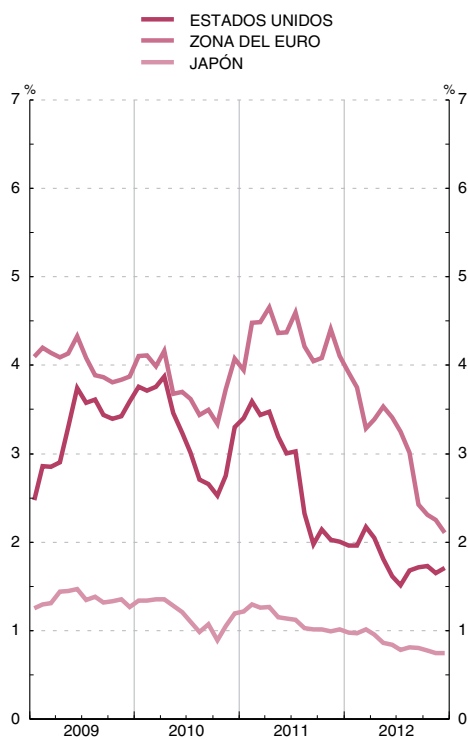
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

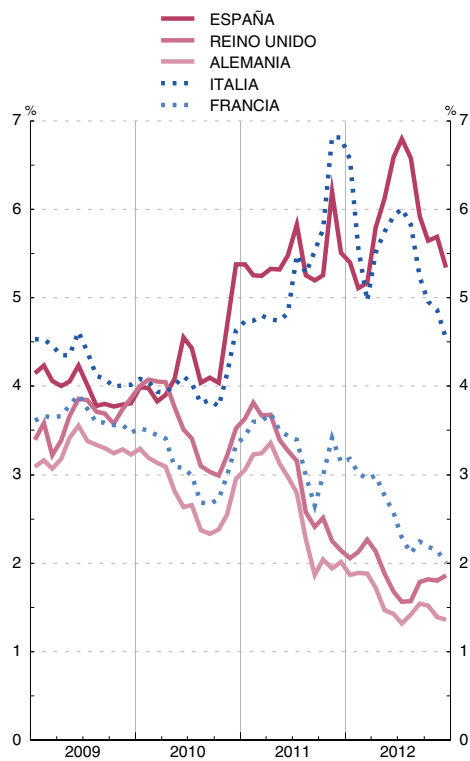
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>09</b>	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
<b>10</b>	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
<b>11</b>	3,03	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
<b>11 Jul</b>	3,21	4,22	4,59	2,79	5,82	3,03	3,40	5,49	1,12	3,15
<b>Ago</b>	2,70	3,74	4,21	2,27	5,25	2,32	2,99	5,28	1,03	2,57
<b>Sep</b>	2,49	3,58	4,04	1,87	5,20	1,98	2,65	5,53	1,01	2,41
<b>Oct</b>	2,63	3,77	4,09	2,04	5,25	2,14	2,99	5,77	1,01	2,51
<b>Nov</b>	2,68	4,05	4,41	1,94	6,19	2,02	3,42	6,82	0,99	2,25
<b>Dic</b>	2,64	4,00	4,11	2,01	5,50	2,00	3,14	6,81	1,01	2,14
<b>12 Ene</b>	2,62	4,00	3,92	1,87	5,40	1,96	3,18	6,56	0,98	2,05
<b>Feb</b>	2,56	3,83	3,75	1,89	5,11	1,96	3,02	5,56	0,97	2,13
<b>Mar</b>	2,55	3,56	3,29	1,88	5,17	2,17	2,96	4,96	1,01	2,26
<b>Abr</b>	2,52	3,65	3,39	1,72	5,79	2,05	2,99	5,51	0,95	2,14
<b>May</b>	2,38	3,63	3,53	1,47	6,13	1,81	2,76	5,75	0,86	1,88
<b>Jun</b>	2,28	3,61	3,41	1,43	6,59	1,61	2,57	5,92	0,84	1,68
<b>Jul</b>	2,17	3,46	3,25	1,32	6,79	1,51	2,28	6,01	0,78	1,56
<b>Ago</b>	2,22	3,37	3,01	1,42	6,58	1,68	2,11	5,82	0,81	1,57
<b>Sep</b>	2,18	3,23	2,43	1,54	5,92	1,71	2,24	5,23	0,81	1,78
<b>Oct</b>	2,12	3,08	2,31	1,52	5,65	1,73	2,18	4,96	0,78	1,82
<b>Nov</b>	2,05	2,99	2,25	1,39	5,69	1,65	2,14	4,86	0,74	1,80
<b>Dic</b>	1,99	2,79	2,10	1,36	5,34	1,71	2,00	4,54	0,75	1,86

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES. ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

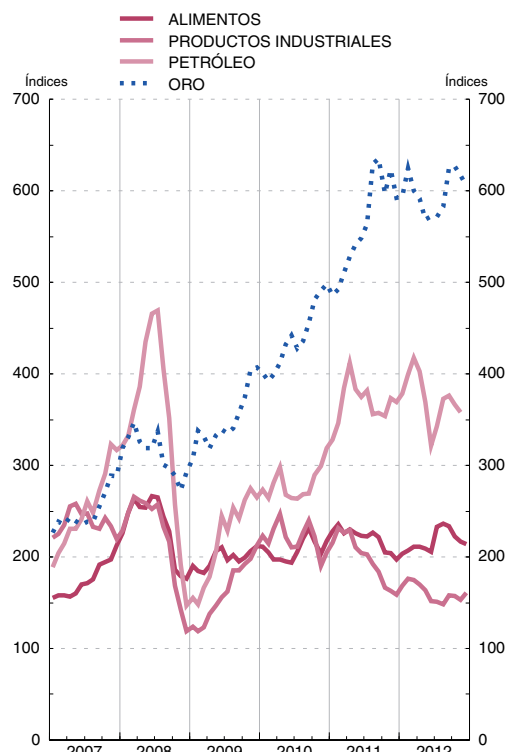
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
11	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29
11 E-D	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29
12 E-D	183,8	189,6	217,0	161,1	171,7	156,6	...	112,4	598,0	1 668,3	41,73
11 Nov	168,7	184,1	204,4	163,0	183,6	154,1	373,2	111,1	623,4	1 739,0	41,24
11 Dic	168,6	178,4	197,0	158,9	174,5	152,3	369,3	108,7	592,3	1 652,3	40,18
12 Ene	179,4	186,5	203,6	168,7	183,8	162,3	378,6	111,1	593,7	1 656,1	41,35
Feb	179,8	191,8	206,9	176,2	192,6	169,2	399,2	120,6	624,7	1 742,6	42,37
Mar	181,9	193,2	210,9	174,5	192,8	166,7	417,2	126,8	600,0	1 673,8	40,75
Abr	180,0	191,0	210,9	170,2	191,5	161,1	402,9	120,5	591,3	1 649,6	40,30
May	180,8	186,9	209,4	163,6	180,9	156,2	368,9	111,0	568,3	1 585,5	39,83
Jun	177,9	179,1	205,5	151,5	165,9	146,8	321,4	95,7	572,4	1 596,7	40,94
Jul	195,1	192,9	232,9	151,3	161,7	146,9	342,7	103,1	571,4	1 593,9	41,71
Ago	192,9	193,1	236,1	148,4	155,9	145,2	372,9	114,1	582,9	1 626,0	42,22
Sep	189,8	196,5	233,4	158,2	158,8	158,0	376,6	113,2	625,3	1 744,5	43,59
Oct	189,4	190,6	222,7	157,4	160,0	156,2	366,2	112,2	626,2	1 747,0	43,28
Nov	180,1	185,6	217,1	152,8	156,2	151,3	358,3	110,2	616,9	1 720,9	43,12
Dic	177,8	187,8	214,0	160,5	161,5	160,1	...	110,9	605,3	1 688,5	41,38

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

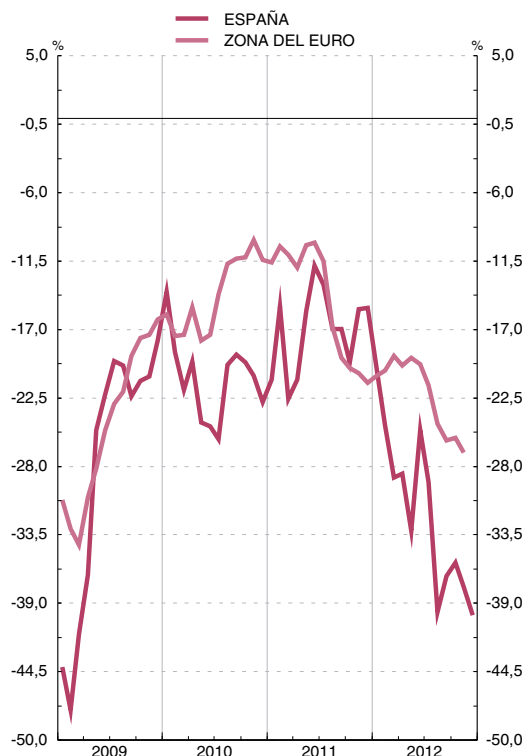
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

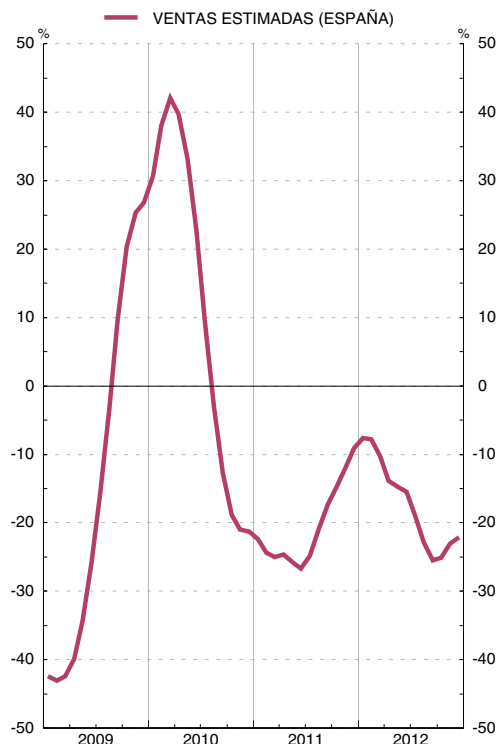
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)							
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista					Matriculaciones	Uso privado	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unilocalizadas	Pro memoria zona del euro	
																		(a)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
09		-28,2	-26,2	-13,2	-24,6	-24,8	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,4	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2
10		-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,2	-4,1	3,0	...	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	-1,6	1,9	-3,1	-2,0
11	P	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	...	-17,7	-0,7	-5,7	-5,6	-2,8	-7,2	-0,7	-7,2	-7,0
11 E-D	P	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	...	-17,7	-0,7	-5,7	-5,6	-2,8	-7,2	-0,7	-7,2	-7,0
12 E-D	P	-31,6	-30,7	-18,0	-21,4	...	...	...	...	-13,4	...	...	...	...	...	...	...	...
12 Ene	P	-20,2	-17,6	-9,5	-24,6	-20,7	-15,5	1,9	...	2,5	-13,2	-4,6	-4,2	-1,2	-8,2	-1,3	-4,2	-4,1
Feb	P	-24,7	-19,9	-7,5	-22,2	-20,3	-14,0	-2,7	...	-2,1	-14,7	-3,7	-3,3	-0,1	-4,6	1,3	-5,0	-5,3
Mar	P	-28,9	-23,8	-13,3	-22,2	-19,1	-12,0	-4,4	...	-4,5	-7,2	-3,9	-2,8	0,7	-3,6	2,8	-6,6	-5,1
Abr	P	-28,6	-24,9	-15,6	-21,2	-19,9	-11,1	-21,5	...	-21,7	-7,7	-11,5	-11,3	-6,8	-16,9	-8,7	-12,5	-10,6
May	P	-33,2	-34,1	-18,7	-23,8	-19,3	-18,1	-7,3	...	-8,1	-6,6	-4,2	-3,6	-1,2	-5,9	0,6	-4,6	-5,4
Jun	P	-25,1	-24,8	-14,7	-17,6	-19,8	-14,4	-11,7	...	-12,1	-6,0	-4,5	-4,0	-0,8	-6,3	2,5	-6,4	-6,7
Jul	P	-29,3	-29,1	-18,4	-21,0	-21,5	-15,0	-16,7	...	-17,2	-15,3	-7,0	-6,6	-3,8	-10,4	-2,5	-9,0	-7,5
Ago	P	-39,7	-45,2	-26,6	-23,7	-24,6	-17,2	4,3	...	3,4	-9,8	-1,9	-1,3	0,3	-1,2	0,3	-4,7	-2,0
Sep	P	-36,8	-39,0	-25,1	-25,5	-25,9	-18,5	-36,2	...	-36,8	-12,0	-12,8	-12,1	-5,9	-14,8	-5,5	-15,3	-15,4
Oct	P	-35,8	-34,9	-21,8	-20,5	-25,7	-17,4	...	...	-21,7	-15,3	-8,4	-7,9	-3,2	-12,6	-2,6	-10,7	-9,1
Nov	P	-37,7	-35,3	-21,8	-16,1	-26,9	-14,9	...	...	-20,3	-15,2	-7,8	-7,9	-2,4	-9,7	-2,7	-11,0	-9,9
Dic	P	-40,0	-39,7	-23,0	-18,0	...	...	...	...	-23,0	...	...	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



#### VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.  
a. Índice corregido de efecto calendario.

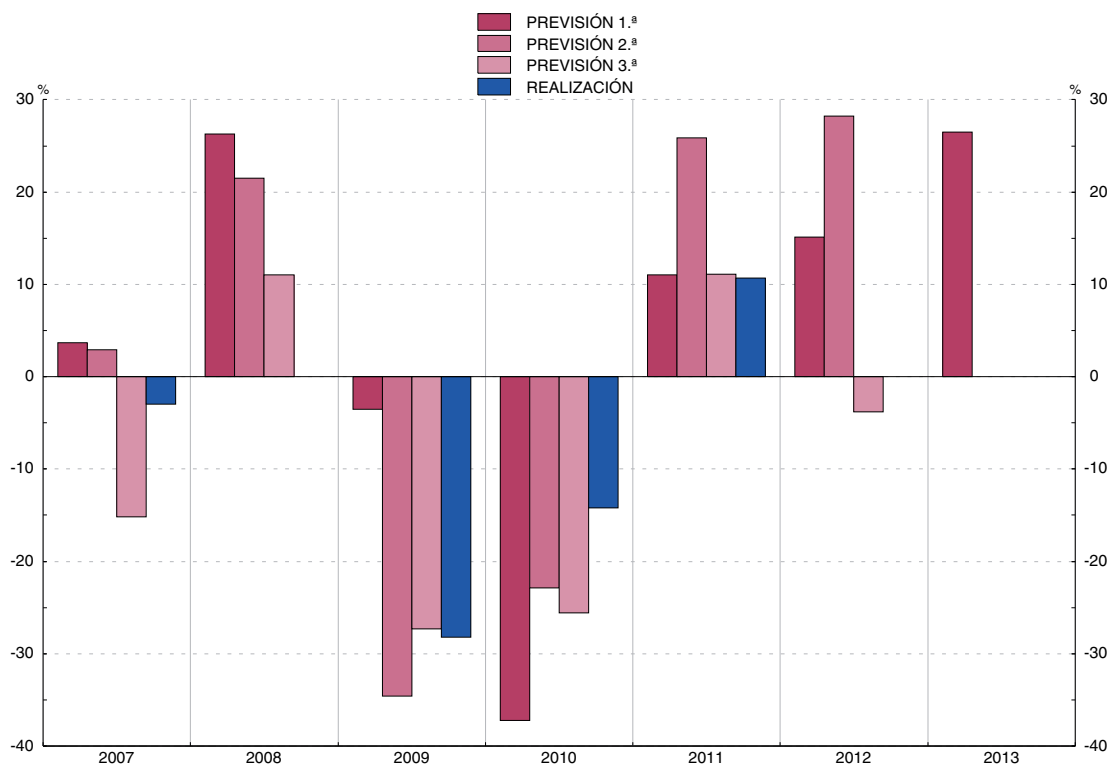
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>
	1	2	3	4
07		-3	4	-15
08		-	26	11
09		-28	-4	-27
10		-14	-37	-26
11		11	11	11
12		...	15	-4
13		...	27	...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

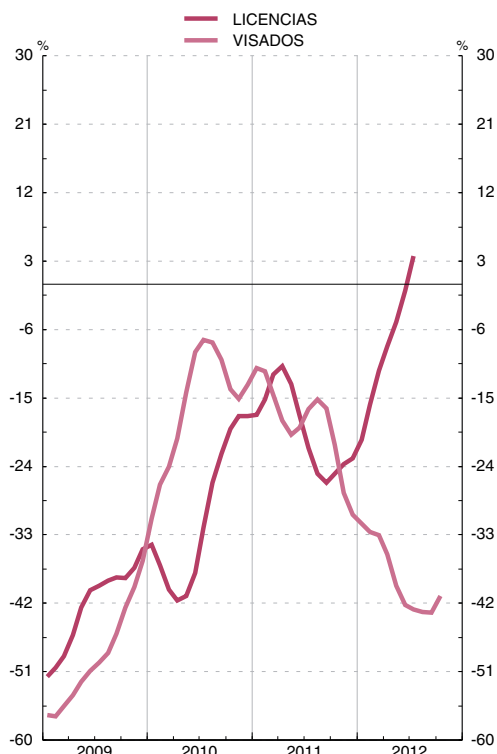
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

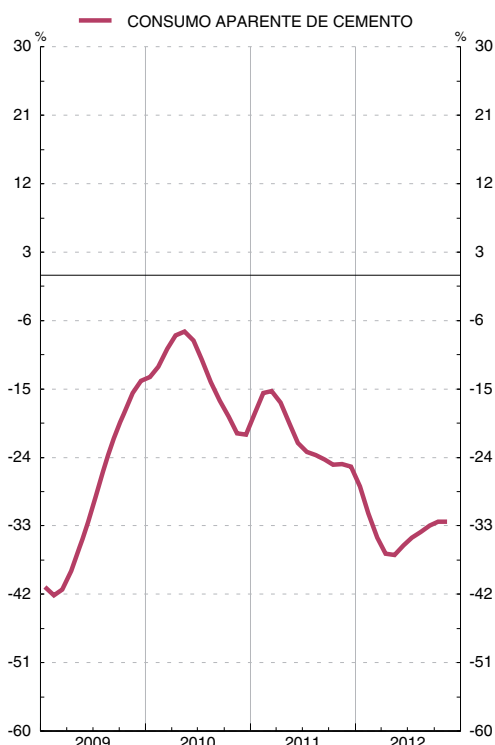
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
		Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación				Ingeniería civil	
			Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
											Residencial	Vivienda			
1	■	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	■
09		-43,4	-49,3	-49,2	-27,2	-51,4	-56,8	-8,2	-8,2	1,1	3,7	-19,9	0,3	-11,4	-32,3
10		-28,7	-24,3	-25,2	-36,9	-16,0	-16,1	-38,0	-38,0	-20,3	-38,5	-38,7	-14,6	-45,2	-15,4
11	P	-16,4	-17,5	-16,6	-13,9	-18,6	-13,2	-46,2	-46,2	-56,6	-47,8	-51,0	-58,6	-40,2	-16,5
11 E-N	P	-11,2	-13,6	-12,9	-6,0	-17,3	-11,6	-43,8	-43,8	-55,4	-46,9	-49,0	-57,4	-36,8	-16,2
12 E-N	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-33,8
11 Ago	P	-24,9	-27,4	-28,8	-19,5	-4,6	-9,0	-50,9	-42,0	-47,6	-48,6	-59,5	-47,4	-52,4	-18,2
Sep	P	-37,8	-32,6	-29,9	-49,5	-14,8	4,8	-40,0	-41,8	-43,3	-40,4	-50,5	-44,2	-39,1	-21,6
Oct	P	-18,7	-19,7	-17,3	-16,9	-7,4	-0,7	-66,7	-44,1	-48,4	-13,8	-82,1	-56,2	-78,4	-27,5
Nov	P	-20,2	-26,4	-21,5	-3,4	-41,4	-35,8	-40,1	-43,8	-66,2	-79,8	-85,1	-62,3	-30,6	-25,3
Dic	P	-51,7	-44,4	-41,9	-68,2	-32,6	-30,4	-72,0	-46,2	-71,6	-67,4	-77,9	-72,1	-72,1	-21,9
12 Ene	P	-50,3	-51,8	-50,2	-45,1	-24,5	-29,8	-67,8	-67,8	-66,3	-83,4	-87,7	-63,2	-68,7	-23,3
Feb	P	-20,1	-20,8	-17,4	-18,5	-38,5	-34,7	-17,7	-42,4	-39,6	-83,1	-64,2	-35,2	-6,5	-32,0
Mar	P	-26,9	-25,4	-25,6	-29,7	-27,9	-26,7	-68,0	-50,6	-68,1	-72,7	13,2	-65,9	-67,9	-36,5
Abr	P	-8,1	-8,7	-6,3	-7,4	-34,3	-32,2	-56,7	-51,9	-59,3	-87,8	-90,0	-46,2	-55,2	-41,1
May	P	-16,8	-37,1	-36,1	32,1	-38,9	-36,3	-35,1	-46,3	-43,1	-73,6	-55,4	-37,9	-33,5	-37,2
Jun	P	-39,9	-26,9	-26,3	-59,7	-49,2	-55,2	-50,6	-46,9	-44,6	-86,3	-82,8	-23,4	-53,4	-35,0
Jul	P	11,6	4,9	8,9	24,6	-38,8	-38,5	...	...	...	...	...	...	...	-32,4
Ago	P	...	...	...	...	-42,0	-38,2	...	...	...	...	...	...	...	-33,6
Sep	P	...	...	...	...	-52,1	-57,1	...	...	...	...	...	...	...	-37,9
Oct	P	...	...	...	...	-40,2	-43,7	...	...	...	...	...	...	...	-24,7
Nov	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-33,7

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

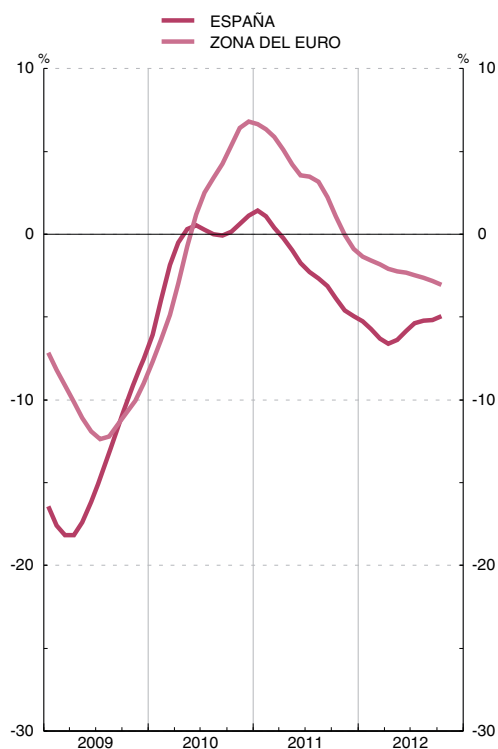
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

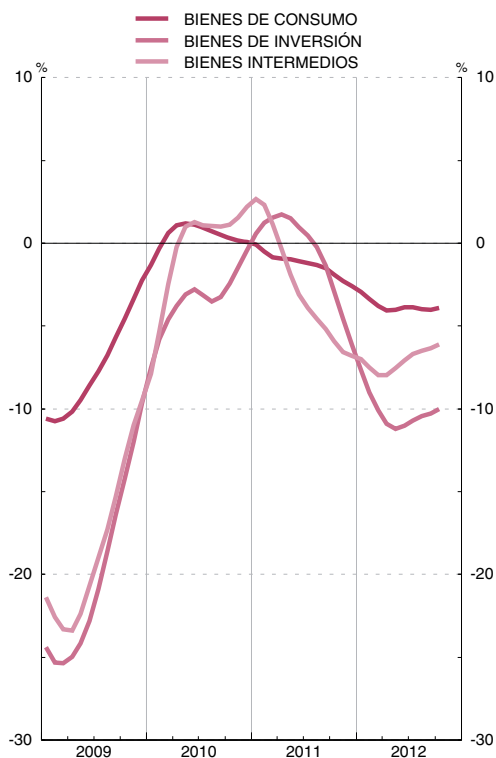
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes					Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía		Extractivas	Manufacturables	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12									Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9		10	11	12	13	14
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,9	-15,9	-5,0	-20,9	-19,2	
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,3	7,7	3,0	9,2	10,0	
11	MP	81,9	-1,8	-1,4	0,3	-2,6	-3,6	-14,6	-1,4	-3,6	3,4	4,5	0,6	8,6	4,1	
11 E-O	MP	82,4	-0,8	-0,9	2,1	-1,3	-3,1	-14,9	-0,3	-2,9	4,3	5,4	0,9	9,8	5,0	
12 E-O	MP	77,8	-5,6	-3,8	-10,9	-6,9	1,1	-18,7	-6,1	0,1	-2,3	-2,4	-2,8	-0,6	-3,8	
11 Jul	P	85,0	-5,2	-4,3	-1,3	-6,2	-10,2	-15,3	-4,6	-9,3	4,1	4,9	-0,9	11,4	4,1	
Ago	P	64,1	0,3	3,0	7,3	-3,4	-3,1	-23,3	1,5	-4,1	5,7	6,7	2,7	12,3	5,3	
Sep	P	84,9	-1,4	0,7	1,1	-4,3	-2,9	-17,8	-1,2	-1,6	2,1	2,6	0,1	5,6	1,9	
Oct	P	81,1	-4,5	-2,4	-1,9	-6,3	-7,6	-20,7	-4,0	-6,0	0,8	1,6	0,2	4,6	-0,2	
Nov	P	84,0	-7,0	-4,0	-7,8	-9,9	-5,2	-16,2	-6,9	-6,3	-0,1	0,7	-1,8	4,4	-0,7	
Dic	P	74,2	-6,5	-4,0	-8,1	-8,1	-6,4	-8,5	-6,4	-7,2	-1,8	0,2	-0,6	1,8	-0,4	
12 Ene	P	78,4	-2,6	0,9	-6,0	-3,5	-3,6	-	-2,3	-5,1	-1,8	-0,8	-2,0	1,5	-1,9	
Feb	P	80,8	-3,2	-2,3	-9,0	-5,2	7,9	-2,6	-4,7	8,9	-1,8	-2,6	-4,8	1,1	-4,6	
Mar	P	82,7	-10,5	-8,2	-14,3	-13,1	-3,1	-12,6	-11,0	-5,6	-1,7	-1,1	-2,4	2,5	-2,9	
Abr	P	72,3	-8,4	-7,5	-15,5	-8,2	-0,2	-6,0	-9,7	3,5	-2,6	-3,3	-4,3	-1,0	-4,4	
May	P	82,0	-5,9	-3,0	-12,7	-6,7	0,3	-16,0	-6,5	2,3	-2,6	-2,7	-2,6	-1,7	-3,7	
Jun	P	80,7	-6,9	-3,1	-13,6	-8,0	-1,9	-42,7	-6,9	-1,7	-2,0	-2,3	-2,2	-0,7	-3,6	
Jul	P	82,5	-2,9	-1,4	-7,2	-4,8	4,9	-35,6	-2,7	0,5	-2,7	-2,7	-3,4	-1,6	-3,9	
Ago	P	62,5	-2,5	-2,9	-5,8	-4,6	4,2	-21,0	-3,1	2,5	-1,3	-1,3	-0,2	0,2	-3,6	
Sep	P	74,6	-12,1	-12,1	-18,9	-12,2	-1,9	-26,7	-12,7	-4,4	-2,8	-3,0	-3,0	-1,3	-4,4	
Oct	P	81,6	0,6	2,2	-2,5	-1,1	5,8	-17,6	0,7	2,3	-3,6	-3,8	-2,7	-4,3	-4,6	

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

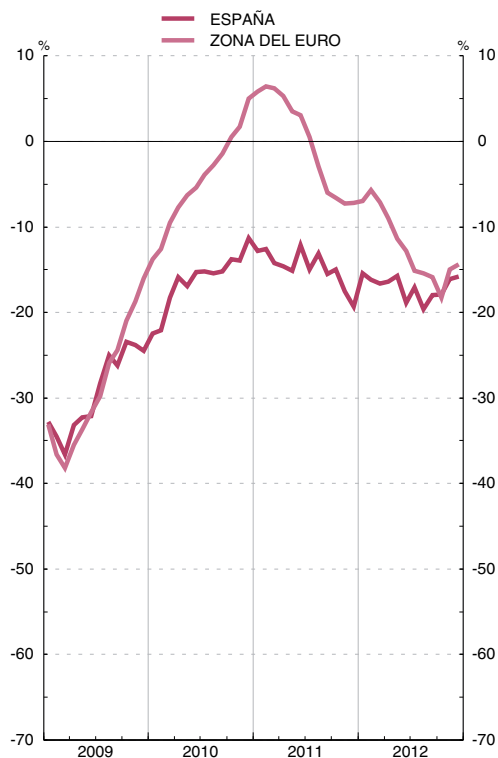
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

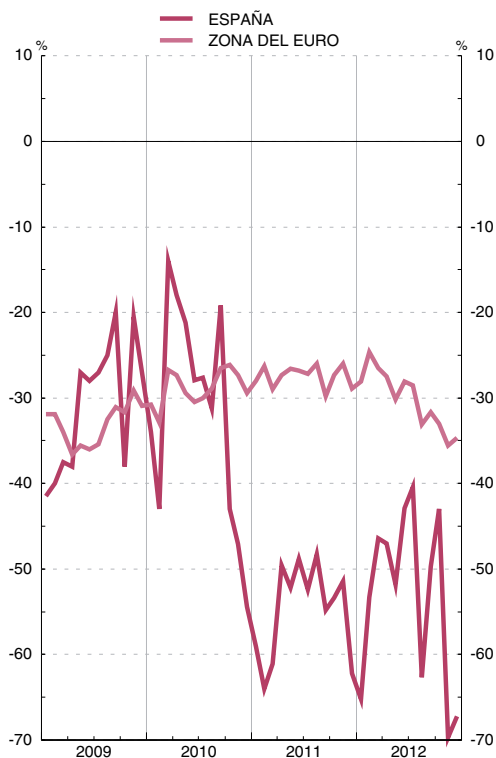
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)		
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo	Equipo	Intermedios (a)	Otros sectores				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
(a)		(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	11	12	13	14	15	16	17	18	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10								
09	M	-29	-34	-11	-54	-52	23	-19	-26	-37	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-29	-57	-33
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-29
11	M	-15	-12	-3	-31	-24	11	-10	-12	-17	-45	-55	-23	-48	-46	-45	0	-7	-27
11 E-D	M	-15	-12	-3	-31	-24	11	-10	-12	-17	-45	-55	-23	-48	-46	-45	0	-7	-27
12 E-D	M	-17	-20	-5	-37	-26	9	-10	-16	-23	-15	-53	-21	-47	-45	-59	-12	-25	-30
11 Sep		-16	-11	-4	-32	-28	11	-9	-15	-22	-28	-55	-38	-46	-51	-56	-6	-12	-30
Oct		-15	-19	-3	-32	-23	11	-7	-8	-22	-34	-53	-12	-46	-31	-54	-7	-14	-27
Nov		-18	-26	-7	-36	-29	10	-9	-19	-24	-29	-51	-37	-33	-71	-74	-7	-14	-26
Dic		-19	-30	-6	-38	-30	14	-10	-26	-26	-35	-62	-19	-43	-65	-62	-7	-16	-29
12 Ene		-15	-26	-2	-37	-26	7	-10	-15	-17	-10	-65	-14	-50	-67	-66	-7	-16	-28
Feb		-16	-26	-4	-35	-26	10	-12	-14	-19	-6	-53	-40	-46	-49	-51	-6	-14	-25
Mar		-17	-19	-7	-33	-19	9	-10	-15	-21	-8	-46	-29	-31	-34	-61	-7	-17	-27
Abr		-16	-17	-5	-34	-23	10	-7	-16	-23	-10	-47	7	-33	-31	-67	-9	-19	-28
May		-16	-18	-2	-37	-25	8	-9	-16	-20	-16	-52	-26	-52	-42	-65	-11	-24	-30
Jun		-19	-16	-9	-39	-28	9	-7	-17	-25	-34	-43	-14	-43	-45	-63	-13	-26	-28
Jul		-17	-18	-3	-40	-27	9	-10	-9	-26	-24	-40	-14	-43	-17	-47	-15	-28	-29
Ago		-20	-22	-10	-39	-27	10	-11	-23	-25	-31	-63	-27	-60	-56	-62	-15	-29	-33
Sep		-18	-17	-5	-38	-25	11	-10	-20	-24	-29	-50	-43	-58	-24	-38	-16	-31	-32
Oct		-18	-22	-7	-38	-26	8	-12	-16	-26	-5	-43	-25	-32	-55	-55	-18	-35	-33
Nov		-16	-18	-3	-38	-29	7	-11	-15	-22	-2	-70	-10	-63	-43	-73	-15	-32	-36
Dic		-16	-27	-0	-39	-29	8	-13	-12	-23	-3	-67	-19	-56	-71	-62	-14	-32	-35

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

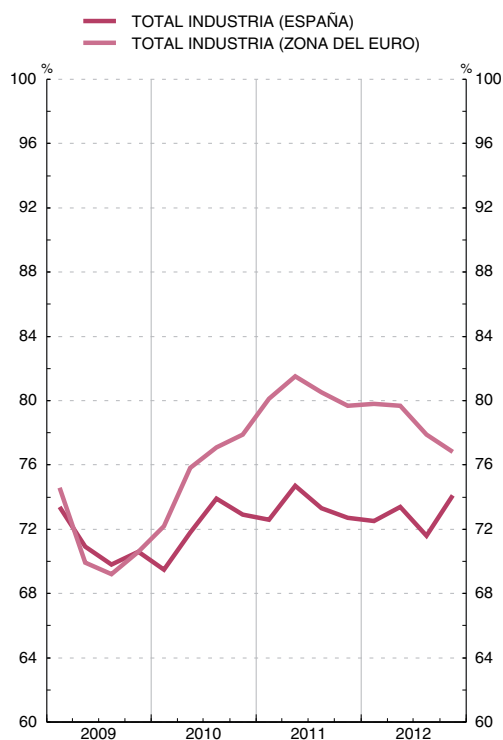
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

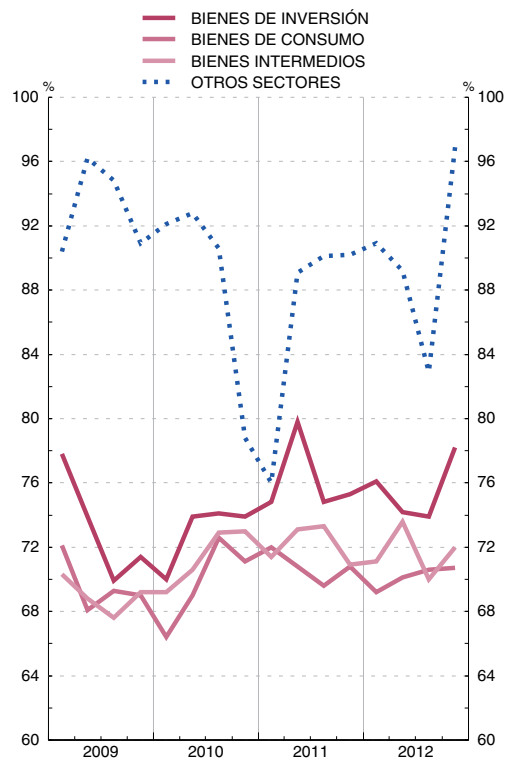
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad produc- tiva (b)
	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)				
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
09	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,1
10	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,8
11	73,3	73,7	18	70,8	71,8	17	76,2	75,2	16	72,2	72,7	22	86,4	87,6	4	80,5
11 I-IV	73,3	73,7	18	70,8	71,8	17	76,2	75,2	16	72,2	72,7	22	86,4	87,6	4	80,5
12 I-IV	72,9	73,6	21	70,2	71,0	16	75,6	76,1	16	71,7	72,0	30	90,0	93,3	3	78,6
10 II	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	75,8
III	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,1
IV	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	77,9
11 I	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,1
II	74,7	75,8	17	70,8	72,7	20	79,8	79,6	9	73,1	74,2	21	89,1	91,9	-	81,5
III	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	22	90,1	90,0	6	80,5
IV	72,7	72,0	21	70,8	71,3	17	75,3	72,6	24	70,9	70,4	23	90,2	90,1	8	79,7
12 I	72,5	73,4	23	69,2	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	79,8
II	73,4	74,6	21	70,1	71,4	15	74,2	75,3	16	73,6	74,6	30	89,2	92,9	5	79,7
III	71,6	72,3	21	70,6	70,9	16	73,9	75,2	19	70,0	69,8	27	82,9	92,6	1	77,9
IV	74,1	73,9	21	70,7	71,5	13	78,2	77,8	14	72,0	71,2	31	96,9	96,9	1	76,8

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y BCE.

a. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.



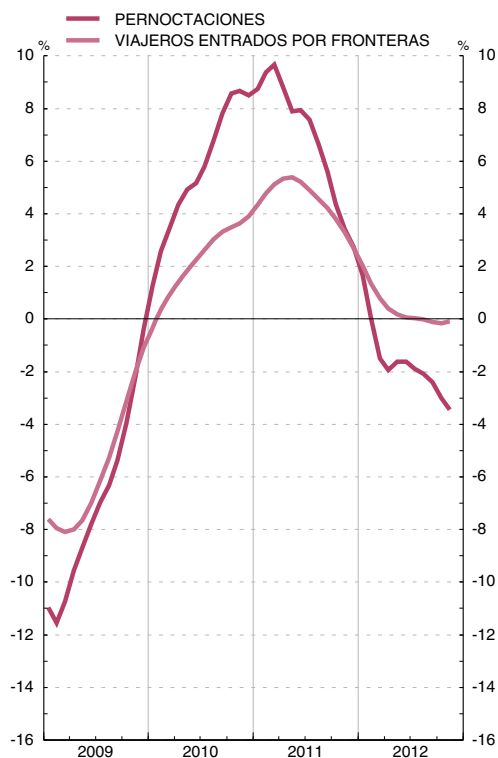
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

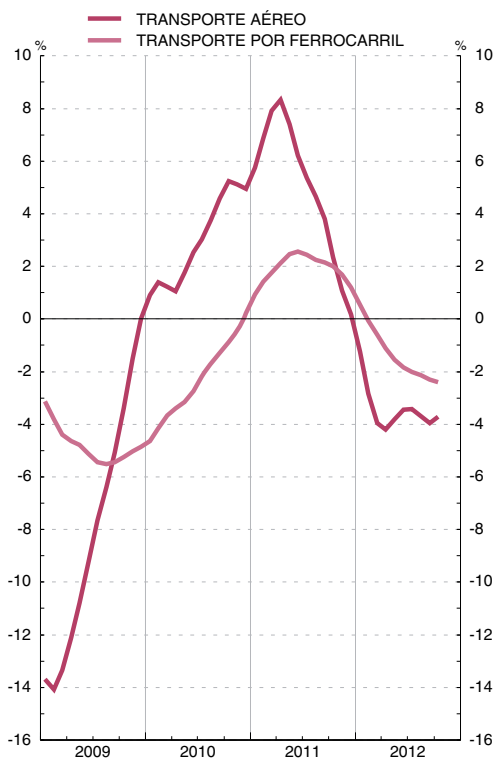
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
									Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
09	P	-7,2	-10,8	-6,9	-9,6	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-9,6	-4,1	-12,9	-5,5	-24,8	
10	P	5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	2,8	4,6	-2,8	-3,0
11	P	3,8	10,6	6,4	12,7	6,0	6,8	5,0	6,1	-0,4	10,5	2,2	-5,4	5,8	2,6	7,9
11 E-N	P	4,1	10,9	6,6	12,9	6,1	6,8	5,1	6,3	-0,4	10,6	2,7	-5,3	5,1	2,7	9,3
12 E-N	P	-2,4	1,6	-1,7	2,3	0,1	2,9	-3,7	...	...	...	...	...	...	...	...
11 Ago	P	5,8	13,0	6,6	12,7	4,4	7,2	1,2	4,6	-0,3	7,4	4,3	-11,8	8,5	0,3	18,4
Sep	P	6,0	9,7	8,0	11,4	7,9	10,9	3,6	7,6	1,8	10,9	8,0	8,4	5,3	2,4	23,5
Oct	P	-0,2	7,7	3,2	10,8	6,4	9,4	2,1	2,3	-6,3	7,5	0,4	2,9	1,9	3,2	4,3
Nov	P	-1,6	1,2	2,1	6,4	1,3	3,2	-0,9	-2,1	-7,0	1,9	-1,6	-0,5	6,9	3,4	4,8
Dic	P	-1,4	3,1	2,0	7,7	4,3	5,5	3,2	4,1	-1,5	8,8	-2,3	-5,9	12,8	2,3	-9,7
12 Ene	P	2,6	4,3	3,5	6,1	1,0	4,6	-2,3	-3,0	-7,4	0,2	-5,0	8,3	8,7	2,4	3,6
Feb	P	-1,2	2,0	-0,7	1,3	-2,5	0,8	-5,9	-5,7	-12,2	-0,6	-2,8	13,7	10,3	2,5	0,1
Mar	P	-0,6	0,4	-3,5	-3,8	-1,7	2,5	-6,4	-7,0	-15,0	-1,1	-6,6	20,0	9,5	-1,6	-10,5
Abr	P	-4,0	-2,8	-4,8	-4,6	-5,1	-1,7	-9,4	-7,2	-14,1	-3,0	-3,5	0,8	5,8	-2,1	1,7
May	P	-0,4	2,1	0,4	3,5	1,5	5,8	-5,1	-3,8	-10,1	-0,1	-5,1	-5,5	4,7	-2,6	4,0
Jun	P	-2,3	1,4	-1,3	2,7	-2,2	4,7	-12,8	-1,3	-8,4	2,5	-0,7	0,7	7,5	-3,3	-3,9
Jul	P	-3,7	3,0	-1,4	4,3	2,2	4,4	-1,3	-2,5	-8,6	0,7	-4,2	-12,1	6,6	-2,3	-4,0
Ago	P	-3,2	1,0	-2,1	3,5	4,2	5,0	3,2	-3,0	-10,1	0,6	-12,6	0,2	0,8	-1,0	-1,9
Sep	P	-1,7	5,5	-0,1	5,8	3,3	5,1	0,4	-3,5	-12,6	1,3	-4,3	-1,2	5,7	-5,8	-13,9
Oct	P	-5,4	-1,4	-3,6	0,4	-4,8	-3,2	-7,4	-7,1	-14,2	-3,3	-3,1	...	...	-0,3	15,6
Nov	P	-2,7	1,9	-5,1	0,5	-0,0	0,2	-0,2	...	...	...	...	...	...	...	...

**TURISMO**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



**TRANSPORTE**  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 14 y 15.

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes. Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los períodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

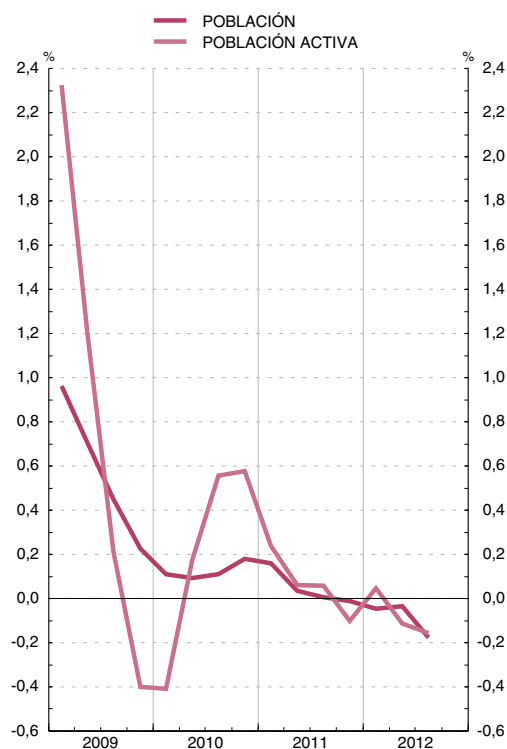
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

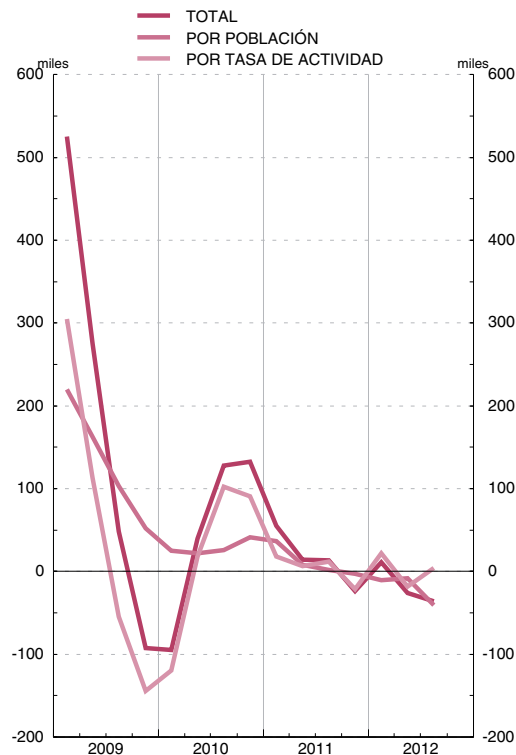
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años						Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
1		2	3	4		5	6	7	8	9	
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8	
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2	
11	M	38 497	18	0,0	60,01	23 104	15	11	4	0,1	
11 I-III	M	38 494	26	0,1	60,04	23 111	82	46	36	0,1	
12 I-III	M	38 460	-33	-0,1	60,05	23 094	-51	-60	8	-0,1	
10 I		38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4	
II		38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2	
III		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	0,6	
IV		38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6	
11 I		38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2	
II		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1	
III		38 488	2	0,0	60,11	23 135	13	1	12	0,1	
IV		38 508	-4	-0,0	59,94	23 081	-24	-3	-21	-0,1	
12 I		38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0	
II		38 467	-14	-0,0	60,08	23 110	-26	-8	-18	-0,1	
III		38 420	-68	-0,2	60,12	23 098	-36	-41	4	-0,2	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

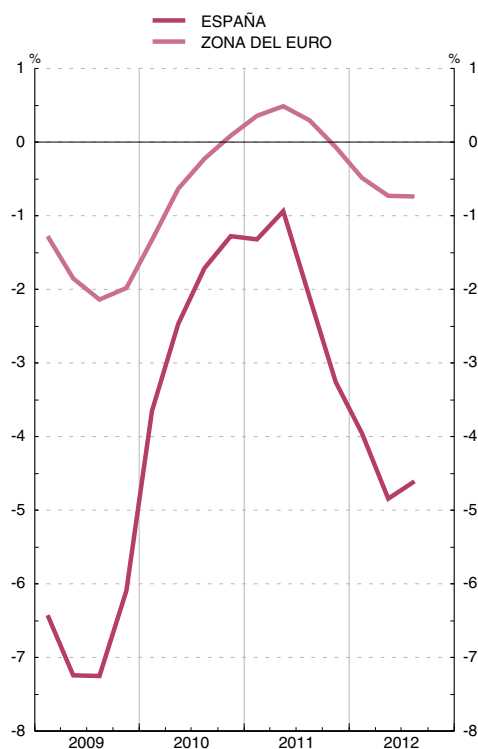
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

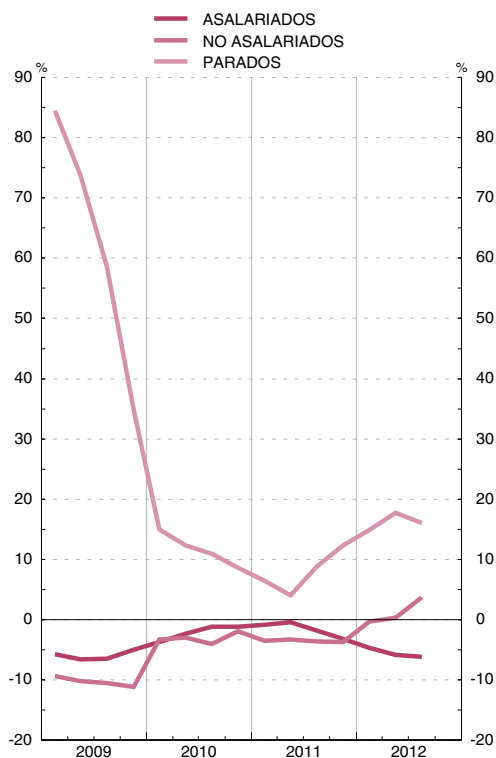
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados				Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas  (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Tasa de paro (%)  (a)	Ocupados  1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,8	9,60	
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,13	
11	M	18 105	-352	-1,9	15 105	-241	-1,6	2 999	-110	-3,6	4 999	367	7,9	21,64	0,3	10,16	
11 I-III	M	18 204	-269	-1,5	15 198	-160	-1,0	3 006	-109	-3,5	4 907	296	6,4	21,23	0,4	10,03	
12 I-III	M	17 390	-813	-4,5	14 347	-850	-5,6	3 043	37	1,2	5 704	796	16,2	24,70	-0,7	11,23	
10 I		18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,3	10,13	
II		18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	-0,6	10,17	
III		18 547	-323	-1,7	15 456	-194	-1,2	3 090	-130	-4,0	4 575	451	10,9	19,79	-0,2	10,13	
IV		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,1	10,10	
11 I		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,4	9,95	
II		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,5	9,92	
III		18 156	-391	-2,1	15 179	-277	-1,8	2 977	-114	-3,7	4 978	404	8,8	21,52	0,3	10,21	
IV		17 808	-601	-3,3	14 829	-485	-3,2	2 978	-116	-3,7	5 274	577	12,3	22,85	-0,1	10,58	
12 I		17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,5	10,90	
II		17 417	-886	-4,8	14 397	-895	-5,9	3 020	9	0,3	5 693	859	17,8	24,63	-0,7	11,28	
III		17 320	-836	-4,6	14 233	-946	-6,2	3 087	110	3,7	5 778	800	16,1	25,02	-0,7	11,50	

**OCUPADOS**  
Tasas de variación interanual



**POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

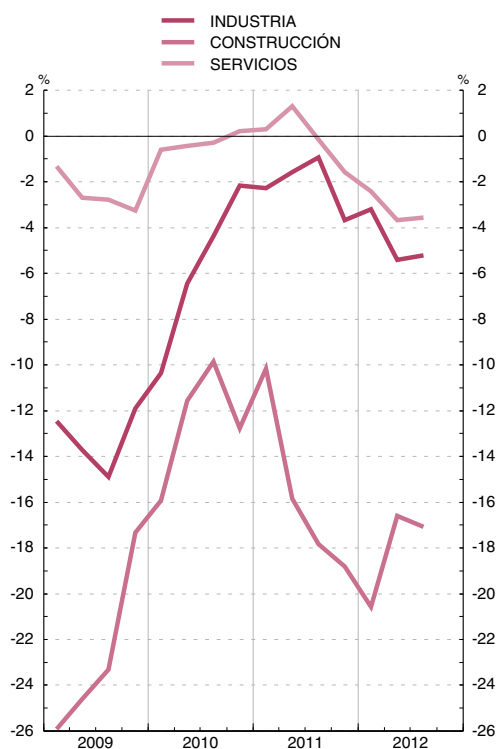
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

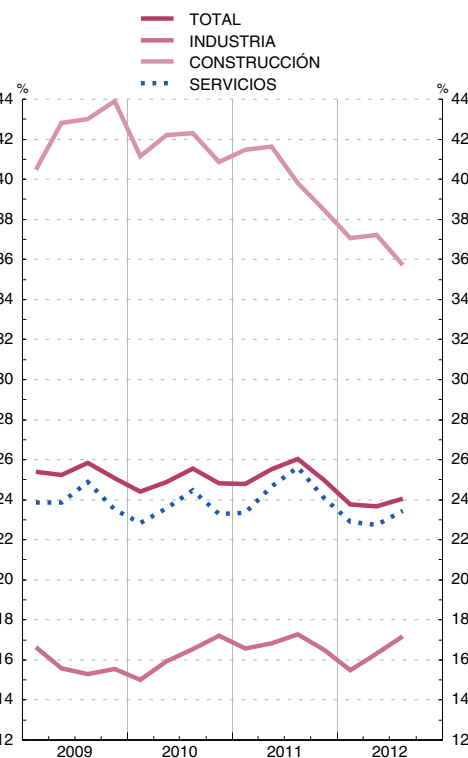
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4
11	M	-1,9	-1,6	25,3	-4,1	-3,3	57,3	-2,1	-2,0	16,8	-15,6	-15,7	40,4	-0,0	0,1	24,4	-1,8
11 I-III	M	-1,5	-1,0	25,4	-5,7	-5,5	56,5	-1,6	-1,1	16,9	-14,6	-14,4	41,0	0,5	0,6	24,5	-1,9
12 I-III	M	-4,5	-5,6	23,8	-0,1	-1,1	58,1	-4,6	-5,9	16,3	-18,1	-23,2	36,7	-3,2	-4,0	23,0	-4,9
10 I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
III		-1,7	-1,2	25,6	2,3	11,2	55,4	-4,4	-3,2	16,5	-9,8	-12,3	42,3	-0,3	0,2	24,5	-1,9
IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5
11 I		-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
II		-0,9	-0,5	25,5	-4,8	-3,8	56,2	-1,6	-1,8	16,8	-15,9	-15,6	41,7	1,3	1,6	24,7	-0,8
III		-2,1	-1,8	26,0	-6,1	-8,4	54,2	-0,9	-0,5	17,3	-17,8	-18,5	39,8	-0,2	0,0	25,6	-1,9
IV		-3,3	-3,2	25,0	0,5	3,2	59,8	-3,7	-4,5	16,5	-18,8	-20,0	38,5	-1,6	-1,4	24,1	-3,4
12 I		-4,0	-4,7	23,8	-0,9	-3,2	60,4	-3,2	-4,6	15,5	-20,6	-26,0	37,0	-2,4	-2,6	22,9	-4,1
II		-4,8	-5,9	23,7	-1,2	-0,7	58,6	-5,4	-6,5	16,3	-16,6	-20,9	37,2	-3,7	-4,5	22,8	-5,0
III		-4,6	-6,2	24,0	1,8	1,0	55,4	-5,2	-6,6	17,2	-17,1	-22,4	35,7	-3,6	-5,0	23,4	-4,9

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

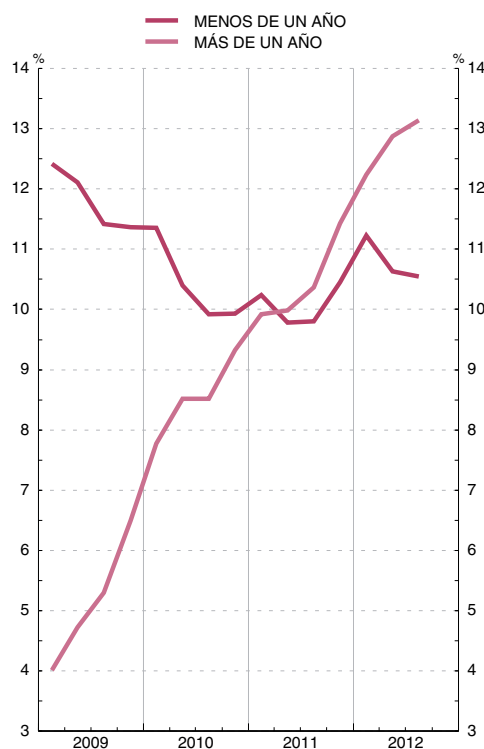
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados			
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
11	M	-244	-2,1	3	0,1	25,33	-304	-2,3	63	2,9	14,59	10,07	-3,1	10,42	22,2
11 I-III	M	-196	-1,7	36	0,9	25,44	-322	-2,4	89	4,2	14,60	9,94	-5,7	10,09	22,2
12 I-III	M	-402	-3,5	-449	-11,6	23,82	-990	-7,6	-6	-0,3	15,42	10,80	8,6	12,75	26,2
10 I		-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0
II		-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6
III		-98	-0,8	-96	-2,4	25,56	-266	-2,0	73	3,6	13,42	9,92	-12,7	8,52	61,9
IV		-93	-0,8	-86	-2,2	24,82	-204	-1,5	26	1,2	14,20	9,93	-12,2	9,33	44,3
11 I		-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
II		-152	-1,3	81	2,1	25,52	-182	-1,4	111	5,1	15,01	9,79	-5,8	9,98	17,4
III		-278	-2,4	1	0,0	26,02	-322	-2,4	45	2,2	13,96	9,80	-1,1	10,37	21,7
IV		-389	-3,4	-96	-2,5	24,98	-469	-3,6	-16	-0,7	14,56	10,45	5,2	11,43	22,4
12 I		-388	-3,4	-321	-8,6	23,76	-658	-5,1	-52	-2,3	15,21	11,22	9,6	12,23	23,4
II		-399	-3,5	-496	-12,7	23,66	-885	-6,8	-10	-0,4	15,87	10,64	8,6	12,87	28,8
III		-418	-3,7	-529	-13,4	24,04	-990	-7,6	44	2,1	15,20	10,55	7,5	13,14	26,5

**ASALARIADOS**  
Tasas de variación interanual



**PARADOS**  
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

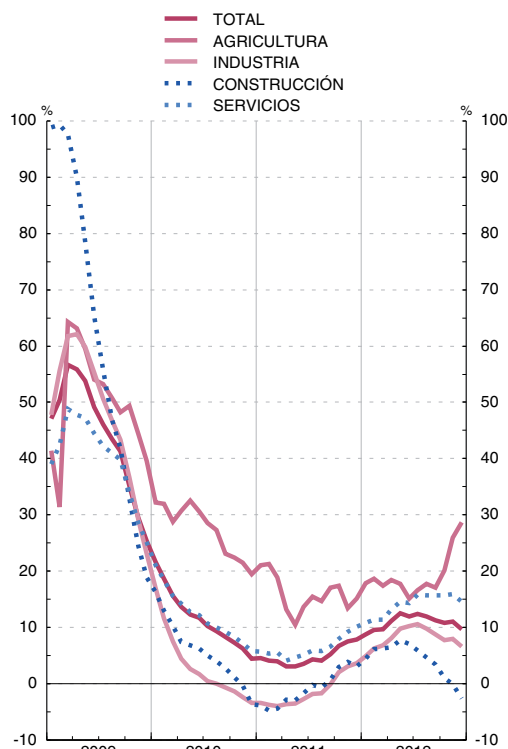
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

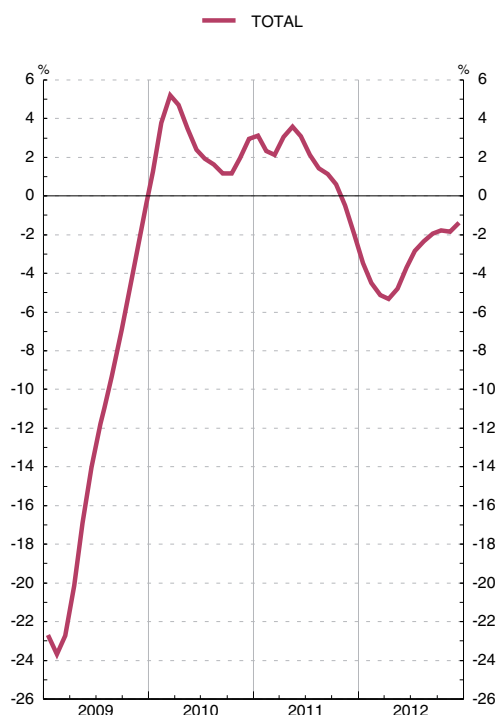
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas )	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
Total	Agricultura					No agrícola												
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3
11	M	4 257	196	4,8	12,9	4,1	16,0	3,8	-1,3	-0,9	6,3	1 203	0,1	7,74	30,69	92,26	1 213	1,9
11 E-D	M	4 257	196	4,8	12,9	4,1	16,0	3,8	-1,3	-0,9	6,3	1 203	0,1	7,74	30,69	92,26	1 213	1,9
12 E-D	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 147	-4,6	7,88	33,83	92,12	1 169	-3,7
11 Nov		4 420	310	7,5	7,3	7,6	13,4	7,4	3,1	3,9	9,3	1 218	-3,2	6,89	31,05	93,11	1 206	-2,9
11 Dic		4 422	322	7,9	6,1	8,0	15,1	7,8	3,6	3,0	10,1	1 165	-2,0	5,64	27,79	94,36	1 165	0,0
12 Ene		4 600	369	8,7	5,2	9,1	17,9	8,7	4,9	4,5	10,8	1 039	-6,9	7,31	29,38	92,69	1 054	-5,6
12 Feb		4 712	413	9,6	5,5	10,0	18,7	9,7	6,2	6,2	11,4	959	-5,2	7,77	30,87	92,23	970	-3,4
12 Mar		4 751	417	9,6	5,6	10,0	17,4	9,8	6,9	6,3	11,4	1 027	-11,1	9,59	32,41	90,41	1 036	-9,7
12 Abr		4 744	475	11,1	8,0	11,4	18,4	11,2	8,1	6,5	13,2	1 003	-6,0	8,98	33,46	91,02	1 023	-5,6
12 May		4 714	524	12,5	10,0	12,8	17,7	12,6	9,8	7,8	14,6	1 204	-6,6	7,97	32,79	92,03	1 221	-6,5
12 Jun		4 615	493	12,0	7,3	12,4	15,1	12,3	10,2	7,1	14,3	1 284	-2,2	7,13	34,78	92,87	1 282	-1,7
12 Jul		4 587	508	12,4	4,5	13,2	16,7	13,1	10,5	5,9	15,8	1 352	0,2	6,74	37,00	93,26	1 357	0,9
12 Ago		4 626	495	12,0	2,3	12,9	17,8	12,7	9,8	4,7	15,7	1 022	-3,7	6,05	33,65	93,95	1 035	-3,7
12 Sep		4 705	479	11,3	-0,9	12,5	17,0	12,4	8,7	3,4	15,7	1 241	-10,9	7,90	36,33	92,10	1 351	-8,3
12 Oct		4 834	473	10,8	-2,1	12,1	20,1	11,8	7,8	1,0	15,7	1 427	10,2	9,15	38,08	90,85	1 469	10,2
12 Nov		4 908	487	11,0	-2,3	12,3	26,0	11,8	8,0	-0,1	15,9	1 152	-5,4	8,70	34,81	91,30	1 153	-4,4
12 Dic		4 849	426	9,6	-2,6	10,8	28,7	10,1	6,6	-2,6	14,6	1 059	-9,2	7,31	32,42	92,69	1 071	-8,1

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

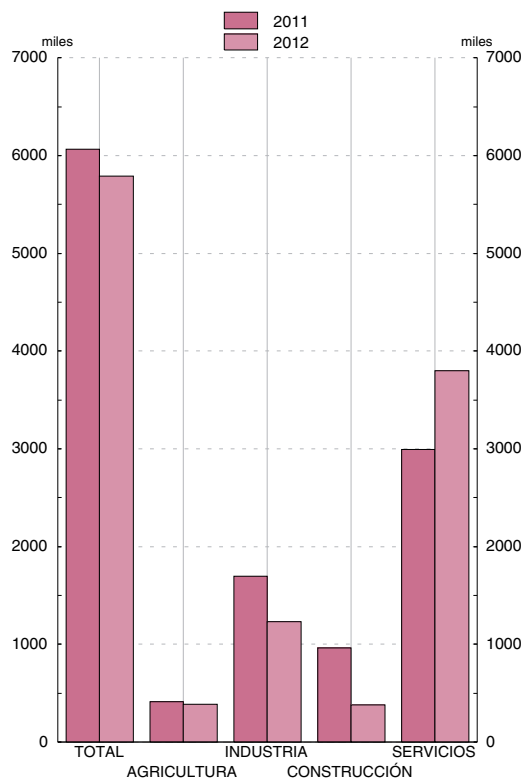
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

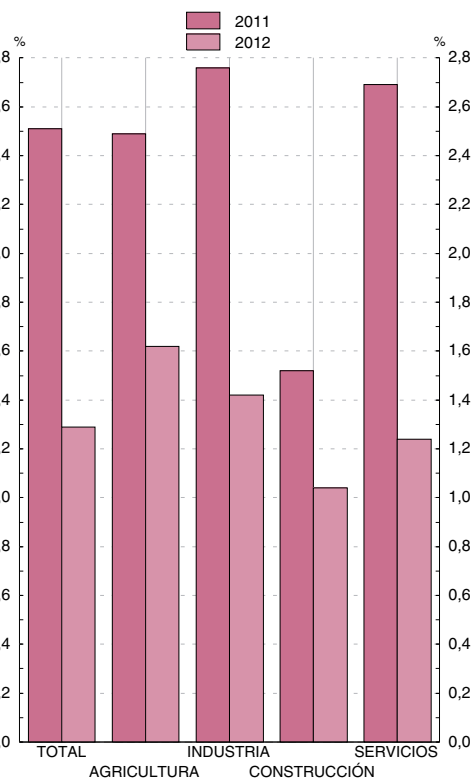
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
			Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	11 558	2,24	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
10	10 794	2,16	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
11	9 694	2,44	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
11 Jun	9 427	2,47	4 355	365	4 719	1 116	345	1 270	854	2 251	2,82	1,41	2,71	2,55	3,08	1,52	2,97
Jul	9 548	2,46	4 495	509	5 004	1 232	351	1 306	918	2 429	2,77	1,59	2,65	2,53	3,04	1,52	2,89
Ago	9 549	2,46	4 506	518	5 024	968	351	1 309	919	2 445	2,77	1,60	2,65	2,53	3,04	1,52	2,88
Sep	9 644	2,45	4 513	609	5 122	-7	352	1 374	919	2 476	2,77	1,64	2,63	2,54	2,99	1,52	2,87
Oct	9 688	2,44	4 777	731	5 508	-694	372	1 404	932	2 800	2,73	1,73	2,60	2,51	2,99	1,52	2,78
Nov	9 690	2,44	4 972	1 092	6 064	-900	412	1 693	964	2 994	2,71	1,61	2,51	2,49	2,76	1,52	2,69
Dic	9 694	2,44	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
12 Ene	5 362	1,32	1 225	15	1 240	-133	162	587	2	490	2,45	1,71	2,44	2,45	2,54	2,50	2,32
Feb	5 393	1,33	1 641	29	1 671	-559	164	648	2	856	2,33	1,13	2,31	2,47	2,49	2,50	2,14
Mar	5 395	1,33	2 063	41	2 105	-676	164	678	2	1 260	2,18	1,05	2,16	2,47	2,46	2,59	1,95
Abr	5 652	1,30	2 182	48	2 231	-794	164	699	2	1 365	2,16	1,15	2,14	2,47	2,44	2,59	1,94
May	5 656	1,30	2 356	349	2 705	-1 301	242	724	2	1 737	1,92	0,83	1,78	2,15	1,99	2,54	1,63
Jun	5 674	1,30	2 525	386	2 911	-1 808	243	747	21	1 900	1,86	0,85	1,73	2,15	1,96	1,20	1,58
Jul	5 684	1,30	2 842	415	3 257	-1 747	243	784	83	2 147	1,66	0,85	1,56	2,15	1,73	1,05	1,44
Ago	5 684	1,30	2 970	646	3 615	-1 408	244	881	234	2 256	1,60	0,87	1,47	2,15	1,57	1,02	1,40
Sep	5 749	1,29	3 212	1 231	4 443	-679	273	1 062	270	2 838	1,53	0,70	1,30	2,09	1,44	1,04	1,19
Oct	5 793	1,28	3 273	1 560	4 834	-674	295	1 100	343	3 096	1,50	0,69	1,24	1,94	1,42	1,03	1,13
Nov	5 793	1,28	4 175	1 618	5 794	-270	384	1 232	381	3 797	1,52	0,69	1,29	1,62	1,42	1,04	1,24

**TRABAJADORES AFECTADOS**  
Enero-noviembre



**INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO**  
Enero-noviembre



FUENTE: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2011, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2012 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

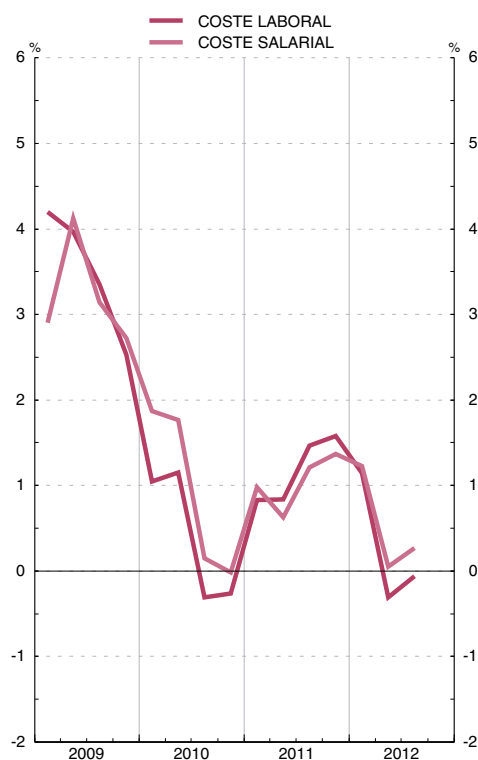
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

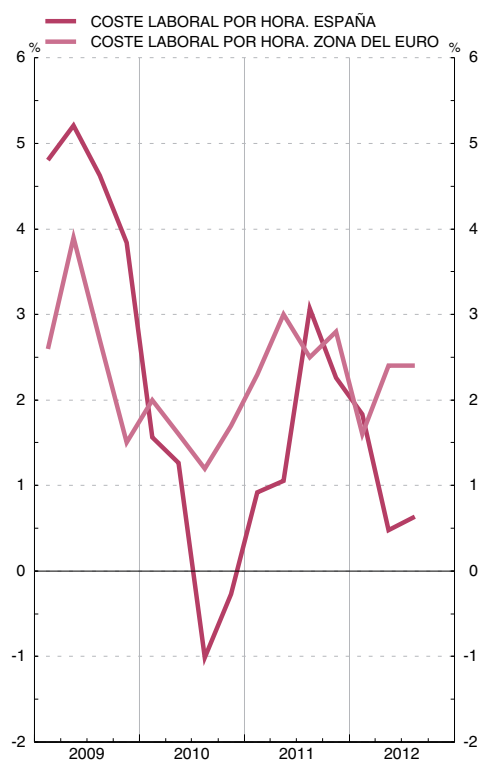
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)	
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,6	2,7
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,3	1,6
11	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	1,9	2,7
11 I-III	M	1,0	1,7	2,6	0,8	2,1	0,9	3,0	2,5	0,3	2,0	1,3	1,7	2,6
12 I-III	M	0,3	2,3	2,0	-0,2	0,7	0,5	1,7	1,6	0,2	0,9	-0,5	1,0	2,1
10 I		1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	1,6	2,0
II		1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,3	1,6
III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,0	1,2
IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,3	1,7
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	0,9	2,3
II		0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,1	3,0
III		1,5	2,2	1,8	1,4	4,8	1,2	2,8	1,9	0,8	4,5	2,2	3,1	2,5
IV		1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,2	2,3	2,8
12 I		1,1	2,6	2,3	0,8	1,4	1,2	1,9	1,3	1,0	1,5	0,9	1,8	1,6
II		-0,3	2,6	2,6	-1,0	0,7	-	2,1	2,2	-0,5	1,0	-1,4	0,5	2,4
III		-0,1	1,8	1,0	-0,4	-	0,3	1,0	1,2	0,0	0,3	-0,9	0,6	2,4

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Corregido de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.



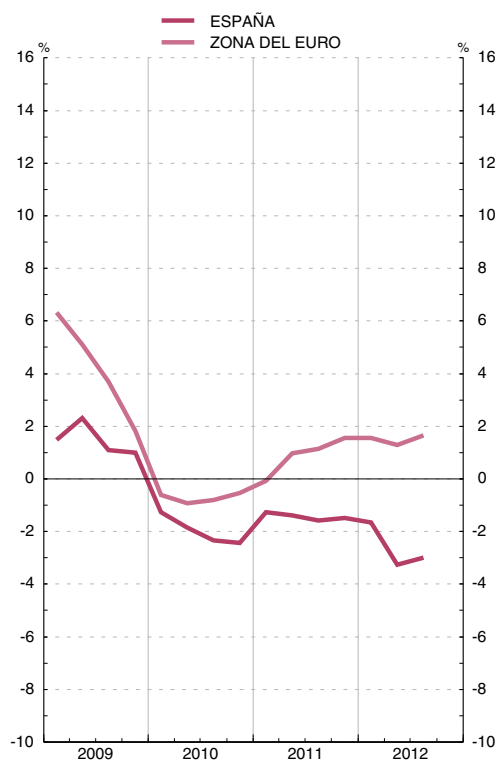
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

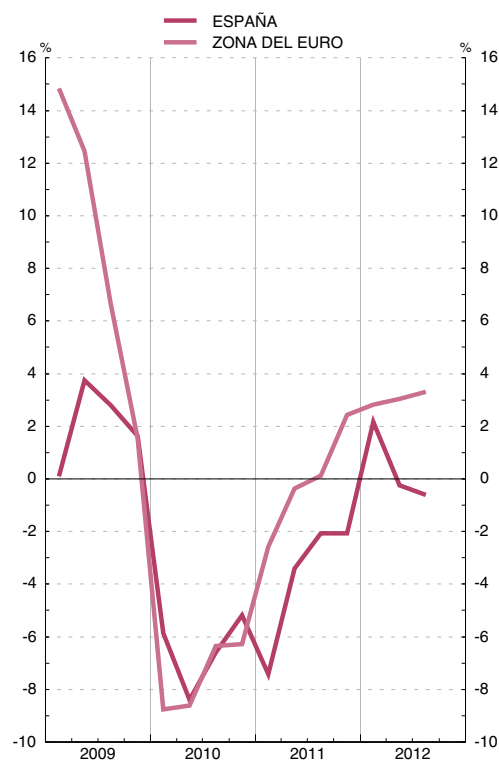
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Industria		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
09	P	1,5	4,2	2,1	8,9	4,2	1,5	2,7	-2,6	-3,7	-4,3	-6,3	-1,8
10	P	-2,0	-0,7	-6,5	-7,5	0,3	1,8	2,3	2,5	-0,3	2,0	-2,5	-0,5
11	P	-1,4	0,9	-3,8	-0,1	0,7	2,1	2,2	1,2	0,4	1,5	-1,7	0,3
09 / IV	P	1,0	1,8	1,6	1,5	3,7	1,5	2,6	-0,3	-3,1	-2,3	-5,6	-2,0
10 /	P	-1,3	-0,6	-5,9	-8,8	1,4	1,7	2,7	2,3	-1,5	1,0	-4,1	-1,3
II	P	-1,9	-0,9	-8,4	-8,6	0,8	2,0	2,7	2,9	-0,2	2,3	-2,8	-0,6
III	P	-2,3	-0,8	-6,6	-6,4	-0,4	1,7	2,0	2,5	0,0	2,3	-1,9	-0,2
IV	P	-2,4	-0,5	-5,2	-6,3	-0,7	1,6	1,7	2,2	0,4	2,3	-1,4	0,1
11 /	P	-1,3	-0,1	-7,4	-2,6	0,6	2,0	1,9	2,1	0,5	2,4	-1,4	0,4
II	P	-1,4	1,0	-3,4	-0,4	0,1	2,1	1,5	1,1	0,5	1,6	-0,9	0,5
III	P	-1,6	1,1	-2,1	0,1	0,7	2,2	2,3	1,0	0,6	1,3	-1,6	0,3
IV	P	-1,5	1,6	-2,1	2,4	1,4	2,2	2,9	0,7	-0,0	0,6	-2,9	-0,1
12 /	P	-1,7	1,5	2,2	2,8	1,4	2,0	3,1	0,4	-0,7	-0,1	-3,7	-0,5
II	P	-3,3	1,3	-0,2	3,0	0,1	1,6	3,5	0,3	-1,4	-0,5	-4,7	-0,7
III	P	-3,0	1,7	-0,6	3,3	0,0	1,8	3,1	0,1	-1,6	-0,6	-4,6	-0,7

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: INDUSTRIA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

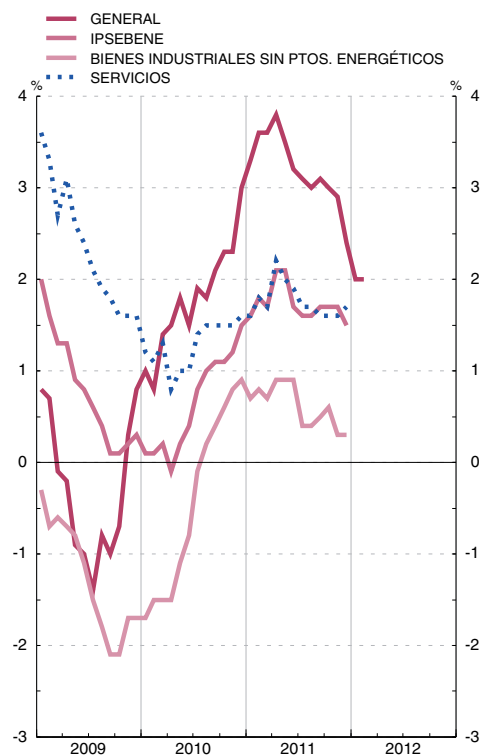
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

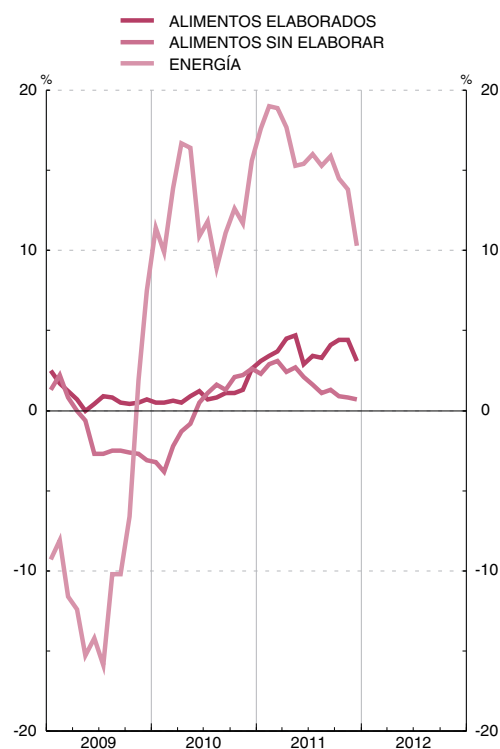
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual ( $T_{12}^1$ )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m 1 (a)	1 T 12 (b)	s/ T dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T 12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
09 M	95,2	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
10 M	96,9	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
11 M	100,0	—	3,2	2,4	1,8	3,8	0,6	15,8	1,8	1,7	101,5	0,7
11 E-N	M	99,9	0,2	3,3	0,8	1,9	0,6	16,3	1,8	1,8	101,9	1,0
12 E-N	M	102,3	0,3	2,4	0,9	2,1	0,8	9,0	1,5	1,5	...	...
11 Ago	99,8	0,1	3,0	0,8	1,1	3,3	0,4	15,3	1,7	1,6	92,2	4,2
Sep	100,1	0,2	3,1	1,0	1,3	4,1	0,5	15,9	1,6	1,7	102,7	5,2
Oct	100,9	0,8	3,0	1,8	0,9	4,4	0,6	14,5	1,6	1,7	103,5	2,6
Nov	101,3	0,4	2,9	2,2	0,8	4,4	0,3	13,8	1,6	1,7	101,6	-0,2
Dic	101,4	0,1	2,4	2,4	0,7	3,1	0,3	10,3	1,7	1,5	100,3	-2,7
12 Ene	100,3	-1,1	2,0	-1,1	1,0	2,8	0,2	8,0	1,4	1,3	99,0	0,0
Feb	100,4	0,1	2,0	-1,0	1,8	2,8	0,1	7,9	1,3	1,2	106,7	1,4
Mar	101,1	0,7	1,9	-0,3	1,4	2,7	0,3	7,5	1,2	1,2	110,9	5,1
Abr	102,5	1,4	2,1	1,1	2,1	2,9	0,1	8,9	1,1	1,1	108,5	2,7
May	102,3	-0,1	1,9	0,9	1,1	3,0	0,2	8,3	1,1	1,1	109,0	2,4
Jun	102,1	-0,2	1,9	0,7	2,5	3,8	0,1	6,2	1,2	1,3	110,1	1,3
Jul	101,9	-0,2	2,2	0,5	2,0	3,2	1,0	7,8	1,0	1,4	100,1	9,4
Ago	102,5	0,6	2,7	1,1	2,7	3,2	0,7	11,9	1,1	1,4	105,8	14,7
Sep	103,5	1,0	3,4	2,1	2,8	2,9	2,0	13,4	1,8	2,1	...	...
Oct	104,4	0,8	3,5	2,9	2,7	3,0	2,0	11,2	2,6	2,5	...	...
Nov	104,2	-0,1	2,9	2,8	3,3	3,1	1,7	7,5	2,3	2,3	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

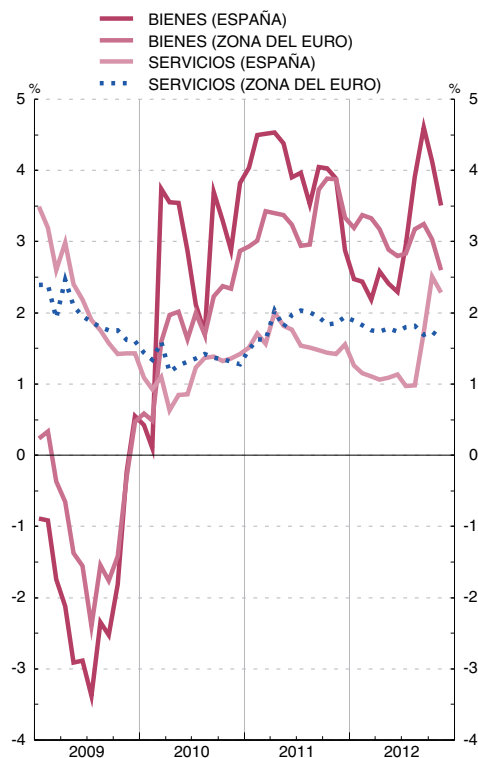
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
09	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0
10	M	2,0	1,6	2,7	1,8	1,1	1,1	1,4	0,9	0,7	1,3	3,5	2,2	0,3	0,5	12,5	7,4	1,1	1,4
11	M	3,1	2,7	4,0	3,3	2,8	2,7	4,2	3,3	1,3	1,8	4,7	3,7	0,5	0,8	15,7	11,9	1,6	1,8
11 E-N	M	3,1	2,7	4,1	3,3	2,9	2,7	4,3	3,2	1,3	1,8	4,8	3,7	0,5	0,7	16,2	12,1	1,6	1,8
12 E-N	MP	2,4	2,5	3,0	3,1	2,5	3,1	3,5	3,2	1,5	2,9	3,3	3,1	0,9	1,2	9,0	7,9	1,4	1,8
11 Ago		2,7	2,5	3,5	3,0	2,1	2,7	3,6	3,6	0,5	1,1	4,3	3,1	0,1	-	15,3	11,8	1,5	2,0
Sep		3,0	3,0	4,0	3,7	3,3	3,0	4,6	4,0	1,8	1,4	4,5	4,1	0,2	1,2	15,9	12,4	1,5	1,9
Oct		3,0	3,0	4,0	3,9	3,3	3,3	5,0	4,3	1,5	1,8	4,4	4,2	0,6	1,3	14,5	12,4	1,4	1,8
Nov		2,9	3,0	3,9	3,9	3,3	3,4	5,1	4,3	1,5	1,9	4,2	4,1	0,5	1,3	13,7	12,3	1,4	1,9
Dic		2,4	2,7	2,9	3,3	2,3	3,1	3,4	4,1	1,0	1,6	3,2	3,4	0,5	1,2	10,3	9,7	1,6	1,9
12 Ene		2,0	2,7	2,5	3,2	2,2	3,1	2,9	4,1	1,4	1,6	2,6	3,2	0,3	0,9	7,9	9,2	1,3	1,9
Feb		1,9	2,7	2,4	3,4	2,1	3,3	2,9	4,1	1,3	2,2	2,6	3,4	0,2	1,0	7,8	9,5	1,1	1,8
Mar		1,8	2,7	2,2	3,3	1,8	3,3	2,9	3,9	0,6	2,2	2,4	3,4	0,3	1,4	7,5	8,5	1,1	1,8
Abr		2,0	2,6	2,6	3,2	2,2	3,1	3,3	3,7	0,9	2,1	2,8	3,2	0,2	1,3	8,9	8,1	1,1	1,7
May		1,9	2,4	2,4	2,9	1,9	2,8	3,5	3,4	0,2	1,8	2,7	3,0	0,4	1,3	8,2	7,3	1,1	1,8
Jun		1,8	2,4	2,3	2,8	2,9	3,2	4,7	3,2	0,9	3,1	2,0	2,6	0,2	1,3	6,2	6,1	1,1	1,7
Jul		2,2	2,4	3,0	2,8	2,3	2,9	4,0	2,9	0,5	2,9	3,3	2,8	1,3	1,5	7,8	6,1	1,0	1,8
Ago		2,7	2,6	3,9	3,2	3,1	3,0	3,9	2,7	2,3	3,5	4,3	3,3	1,0	1,1	11,9	8,9	1,0	1,8
Sep		3,5	2,6	4,6	3,2	3,1	2,9	3,2	2,5	3,0	3,7	5,4	3,4	2,0	1,2	13,3	9,1	1,7	1,7
Oct		3,5	2,5	4,1	3,0	2,9	3,1	3,3	2,4	2,5	4,3	4,8	3,0	2,1	1,1	11,2	8,0	2,5	1,7
Nov	P	3,0	2,2	3,5	2,6	3,0	3,0	3,4	2,4	2,6	4,1	3,8	2,4	2,2	1,1	7,5	5,7	2,3	1,6

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE Nº330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

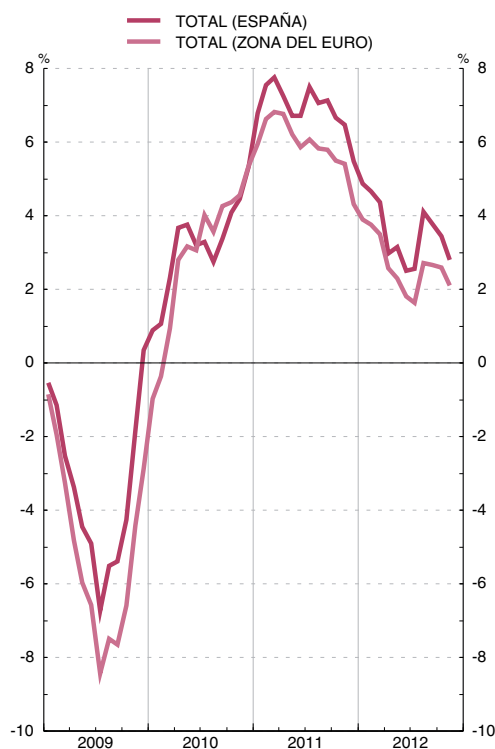
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

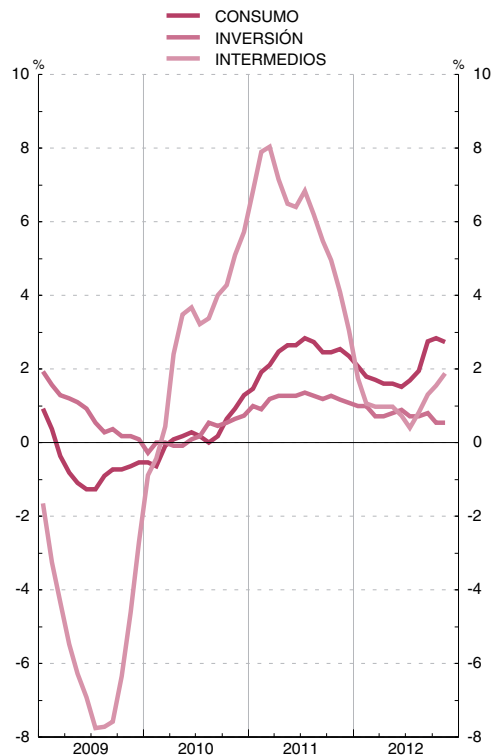
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m <sup>1</sup> (a)	T <sup>1</sup> 12	m <sup>1</sup> (a)	T <sup>1</sup> 12	m <sup>1</sup> (a)	T <sup>1</sup> 12	m <sup>1</sup> (a)	T <sup>1</sup> 12	m <sup>1</sup> (a)	T <sup>1</sup> 12	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
09	MP	112,4	—	-3,4	—	-0,6	—	0,8	—	-5,4	—	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5
10	MP	115,9	—	3,2	—	0,2	—	0,2	—	2,9	—	9,8	2,9	0,4	0,3	3,5	6,5
11	MP	124,0	—	6,9	—	2,4	—	1,2	—	6,1	—	17,2	5,9	3,1	1,4	5,9	11,9
11 E-N	MP	123,9	—	7,1	—	2,4	—	1,2	—	6,4	—	17,4	6,1	3,1	1,4	6,2	12,1
12 E-N	MP	128,3	—	3,6	—	2,0	—	0,8	—	1,1	—	10,0	2,7	2,3	1,1	0,8	6,9
11 Ago	P	124,3	-0,3	7,1	0,2	2,7	0,1	1,3	-	6,2	-1,5	17,2	5,8	3,3	1,5	5,7	11,4
Sep	P	124,6	0,2	7,1	-	2,5	-	1,2	-0,2	5,5	1,1	18,8	5,8	3,4	1,5	5,0	12,2
Oct	P	124,8	0,2	6,7	0,1	2,4	0,1	1,3	-0,3	5,0	1,0	17,9	5,5	3,4	1,6	4,1	12,4
Nov	P	125,0	0,2	6,5	0,1	2,5	-	1,2	-0,4	4,1	0,8	17,7	5,4	3,4	1,4	3,5	12,4
Dic	P	125,0	-	5,5	0,1	2,4	-0,1	1,1	-0,3	3,0	0,5	15,2	4,3	3,1	1,4	2,7	9,5
12 Ene	P	127,2	1,8	4,9	0,2	2,1	0,4	1,0	0,4	1,7	5,9	14,3	3,9	3,0	1,3	1,6	9,7
Feb	P	128,1	0,7	4,7	0,2	1,8	0,1	1,0	0,6	1,1	1,6	14,5	3,8	2,9	1,2	1,1	9,9
Mar	P	128,9	0,6	4,4	0,2	1,7	-0,1	0,7	0,5	1,0	1,5	13,7	3,5	2,8	1,2	0,9	9,0
Abr	P	127,9	-0,8	3,0	0,3	1,6	0,1	0,7	0,5	1,0	-3,6	8,4	2,6	2,3	1,2	0,6	6,6
May	P	127,7	-0,2	3,2	0,1	1,6	0,1	0,8	0,2	1,0	-0,7	9,0	2,3	1,9	1,2	0,5	6,2
Jun	P	127,0	-0,5	2,5	-	1,5	0,2	0,9	-0,3	0,7	-2,0	6,7	1,8	1,9	1,1	0,1	4,7
Jul	P	127,9	0,7	2,6	0,4	1,7	-0,1	0,7	-0,2	0,4	2,8	7,4	1,6	1,9	1,0	-0,2	4,5
Ago	P	129,4	1,2	4,1	0,4	1,9	0,1	0,7	0,4	0,8	3,3	12,7	2,7	2,1	0,9	0,3	8,1
Sep	P	129,3	-0,1	3,8	0,8	2,7	0,1	0,8	0,3	1,3	-1,4	9,8	2,7	2,2	0,9	0,8	7,0
Oct	P	129,1	-0,2	3,4	0,2	2,8	-0,2	0,5	-0,1	1,5	-0,7	7,9	2,6	2,3	0,9	1,2	5,9
Nov	P	128,5	-0,5	2,8	-	2,7	-	0,5	-0,1	1,9	-1,4	5,6	2,1	2,2	1,0	1,4	4,1

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

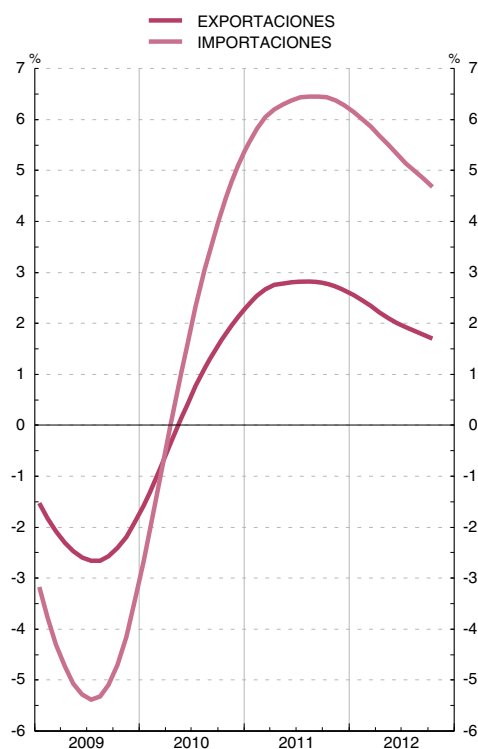
## 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

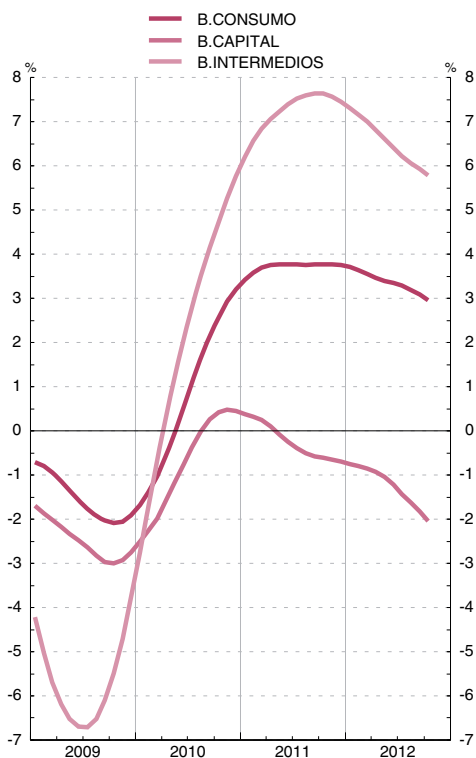
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones						
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
10	■	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
11		4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
12	A	1,8	5,1	7,2	-0,5	3,2	-1,0	5,4	4,3	-0,3	6,3	11,5	2,4
11 E-O		5,0	4,4	1,1	6,0	30,3	3,7	8,6	5,4	-0,9	10,6	25,8	5,3
12 E-O		1,8	5,1	7,2	-0,5	3,2	-1,0	5,4	4,3	-0,3	6,3	11,5	2,4
11 May		0,7	4,6	4,0	-2,8	27,6	-5,0	3,9	4,7	-5,1	4,3	19,0	0,6
Jun		4,2	0,8	2,9	6,3	27,5	4,3	7,3	2,4	-1,7	9,8	20,4	5,3
Jul		4,6	2,9	4,7	5,6	29,1	3,6	9,3	4,2	-1,2	12,3	26,7	7,2
Ago		2,1	2,1	-6,3	3,3	21,5	2,0	5,3	3,8	-3,3	6,8	21,3	1,2
Sep		3,7	5,3	-3,8	4,0	24,4	2,2	7,1	1,7	-8,3	10,8	25,9	3,7
Oct		6,1	3,3	4,0	7,9	28,1	2,9	8,6	5,1	2,3	10,9	24,4	6,4
Nov		4,2	0,4	4,0	6,6	36,4	0,7	10,7	5,1	1,8	13,8	29,4	7,3
Dic		4,4	2,3	3,5	5,7	23,4	4,5	6,4	6,6	-1,9	7,3	20,0	1,5
12 Ene		2,0	3,2	14,0	-0,1	0,5	-0,7	5,5	6,9	-2,4	5,9	17,9	1,4
Feb		5,1	4,9	14,3	3,9	10,2	2,4	7,8	4,8	-0,9	9,6	16,7	4,1
Mar		3,7	8,5	7,9	0,1	1,2	-1,2	8,5	4,4	3,0	10,5	13,2	5,7
Abr		-0,4	3,1	1,9	-2,6	-0,1	-2,5	4,0	-0,2	0,0	5,6	10,9	1,6
May		2,1	4,4	2,5	1,1	3,6	0,9	7,0	0,6	6,9	9,0	10,6	6,9
Jun		0,5	6,4	5,3	-3,3	-3,8	-3,4	4,6	6,9	2,7	4,2	5,7	2,5
Jul		-0,1	3,5	1,8	-2,2	0,9	-3,1	1,0	6,1	-4,1	-0,0	3,0	-1,7
Ago		2,1	6,3	7,3	-0,1	7,6	-0,7	5,8	4,3	-4,7	7,1	15,6	-0,9
Sep		3,3	5,1	13,3	1,7	6,6	0,8	5,5	4,8	7,1	5,4	11,7	1,4
Oct		0,0	5,4	3,9	-3,1	5,9	-1,8	4,6	4,4	-10,0	6,0	10,2	2,8

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

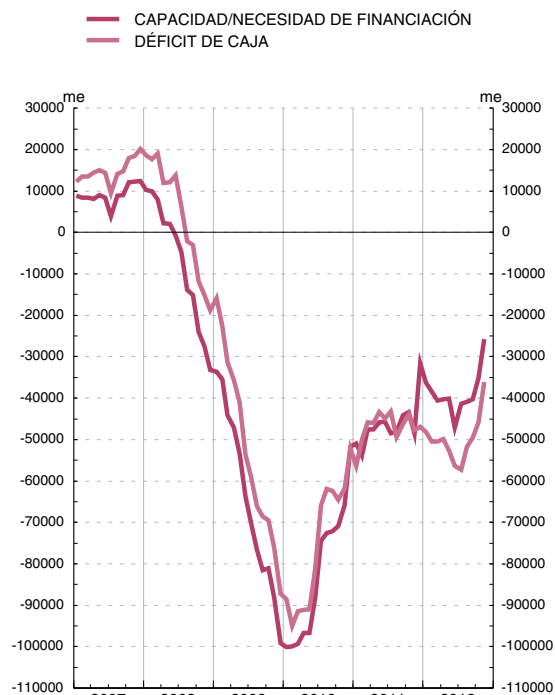
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

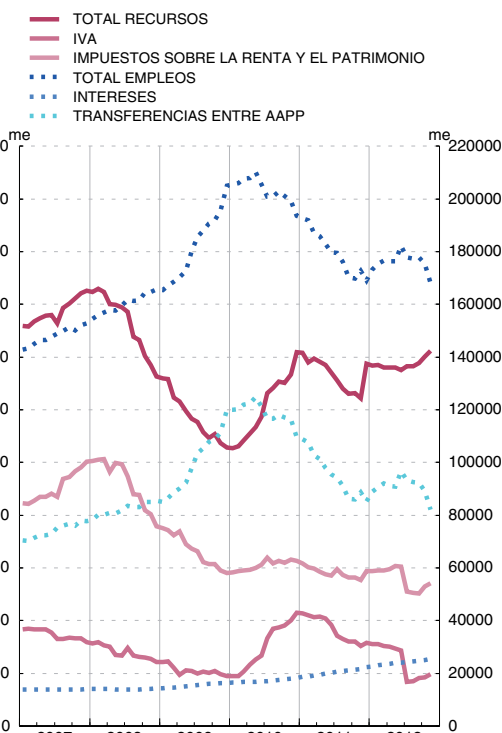
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- es y otras rentas de la propie- dad	Impues- to sobre la renta y el patrimo- nio	Resto	Total	Remu- ne- ración de asalari- ados	Interes- es	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- tracio- nes Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
07	12 365	165 285	31 885	12 938	6 636	100 446	13 380	152 920	18 006	14 032	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-33 125	132 614	24 277	12 715	6 989	75 803	12 830	165 739	19 179	14 224	85 576	5 724	41 036	-18 747	129 336	148 082
09	-99 130	105 783	18 919	11 586	8 125	58 156	8 997	204 913	20 176	16 392	120 013	5 617	42 715	-87 281	102 038	189 319
10	P -51 764	141 912	42 914	11 800	7 724	62 704	16 770	193 676	20 479	18 190	109 619	4 145	41 243	-52 235	127 337	179 572
11	P -31 671	137 518	31 575	8 034	7 499	58 806	31 604	169 189	20 151	22 434	85 154	3 920	37 530	-46 868	104 227	151 095
11 E-N	P -51 905	92 446	20 456	7 170	4 901	45 724	14 195	144 351	17 268	19 903	76 676	1 684	28 820	-38 467	97 396	135 863
12 E-N	A -45 970	97 312	8 465	5 074	3 262	41 084	39 427	143 282	17 056	22 899	73 599	672	29 056	-27 738	108 318	136 056
11 Nov	P -12 010	6 247	191	550	735	2 950	1 821	18 257	1 488	1 846	11 589	174	3 160	-11 815	4 068	15 882
12 Dic	P 20 234	45 072	11 119	864	2 598	13 082	17 409	24 838	2 883	2 531	8 478	2 236	8 710	-8 401	6 830	15 231
12 Ene	A -9 341	4 309	1 339	681	454	1 525	310	13 650	1 396	2 057	7 864	-	2 333	-9 040	9 194	18 235
12 Feb	A -11 391	4 830	2 165	514	101	1 825	225	16 221	1 436	1 957	8 784	11	4 033	-155	13 868	14 024
12 Mar	A 437	13 686	4 233	463	1 186	6 371	1 433	13 249	1 446	2 105	7 348	8	2 342	-3 624	5 516	9 140
12 Abr	A -5 254	7 139	443	727	365	4 806	798	12 393	1 617	2 017	6 060	62	2 637	3 625	17 158	13 532
12 May	A -10 823	1 744	-980	578	210	328	1 608	12 567	1 465	2 135	6 420	53	2 494	-10 599	186	10 785
12 Jun	A -6 881	12 892	3 666	507	128	6 047	2 544	19 773	2 593	2 013	12 050	243	2 874	-13 254	3 112	16 366
12 Jul	A -5 034	7 577	-12 002	-1 941	118	-4 442	25 844	12 611	1 153	2 114	7 016	29	2 299	2 091	19 165	17 074
12 Ago	A -1 583	7 929	356	824	61	4 809	1 879	9 512	1 408	2 103	3 578	48	2 375	-8 234	-1 374	6 860
12 Sep	A 3 708	14 886	6 146	1 055	382	5 817	1 486	11 178	1 544	2 038	4 941	37	2 618	4 537	13 260	8 723
12 Oct	A 2 734	13 787	1 862	758	107	9 737	1 323	11 053	1 449	2 183	4 919	83	2 419	9 093	21 768	12 675
12 Nov	A -2 542	8 533	1 237	908	150	4 261	1 977	11 075	1 549	2 177	4 619	98	2 632	-2 178	6 464	8 642

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA  
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL  
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

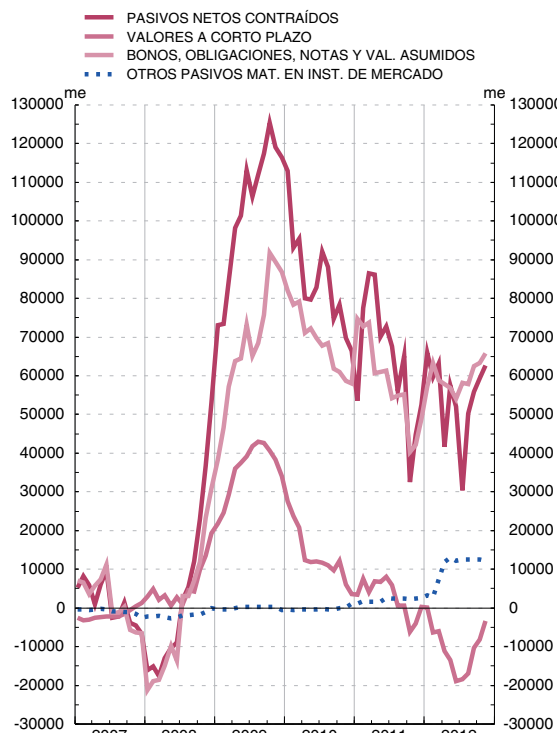
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

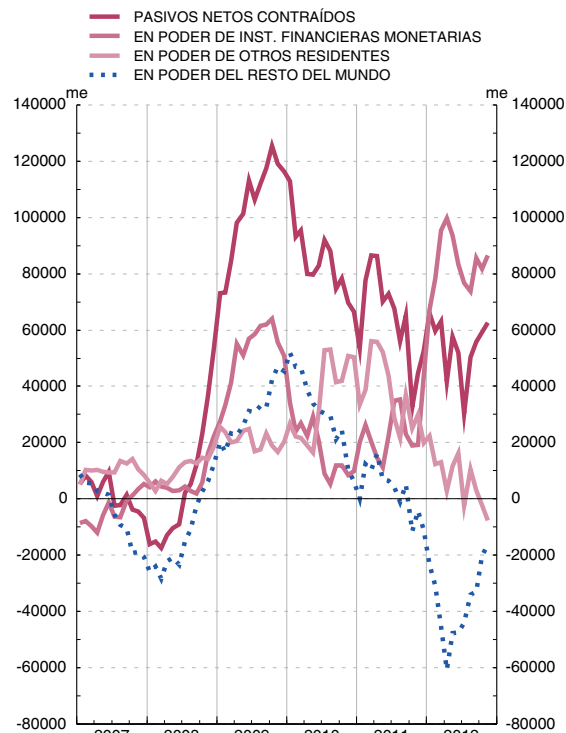
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		Total	En monedas distintas de la pese- ta/ euro			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en in- strumen- tos de mercado (a)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
				Total	Institu- ciones financie- ras moneta- rias						Otros sectores residen- tes				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13
07	12 365	5 657	65	-6 708	-118	1 206	-6 475	-519	-2 495	1 575	13 875	5 342	8 533	-20 582	-8 282
08	-33 125	19 881	4 337	53 006	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 343	40 774	22 233	18 541	12 232	49 664
09	-99 130	17 203	-4 197	116 333	1 524	34 043	86 835	-535	-510	-3 500	71 031	50 819	20 212	45 302	119 833
10	P -51 764	14 737	-5	66 501	-726	3 616	57 958	-544	1 145	4 326	60 204	9 809	50 396	6 297	62 175
11	P -31 671	20 872	-75	52 543	-1 442	312	48 941	-537	2 626	1 201	63 688	43 784	19 904	-11 145	51 342
11 E-N	P -51 905	-8 930	-200	42 975	-1 454	-1 861	35 597	-537	1 783	7 993	45 237	15 316	29 921	-2 262	34 982
12 E-N	A -45 970	7 129	4 274	53 099	-2 717	-5 484	52 500	-542	11 306	-4 682	60 618	58 152	2 466	-7 519	57 781
11 Nov	P -12 010	2 687	0	14 697	11	203	10 119	-	388	3 987	12 553	1 981	10 573	2 144	10 710
12 Dic	P 20 234	29 802	125	9 568	12	2 173	13 344	-	843	-6 792	18 451	28 467	-10 016	-8 883	16 360
12 Ene	A -9 341	3 556	-210	12 897	12	-937	12 945	-	657	231	22 761	22 675	86	-9 864	12 666
Feb	A -11 391	1 600	19 483	12 991	11	-4 508	14 172	-	3	3 324	14 818	13 444	1 375	-1 827	9 667
Mar	A 437	10 625	-1 998	10 188	-753	-2 067	8 964	-	4 668	-1 377	22 594	19 825	2 770	-12 406	11 565
Abr	A -5 254	-17 156	-3 999	-11 902	-9	-5 515	-10 926	-542	4 373	708	2 079	2 154	-75	-13 982	-12 610
May	A -10 823	-3 185	-13 401	7 638	11	-1 887	7 329	-	1 196	1 000	5 260	-1 541	6 801	2 378	6 638
Jun	A -6 881	-1 320	-0	5 561	-48	-2 908	6 590	-	113	1 766	4 253	800	3 453	1 307	3 795
Jul	A -5 034	-16 236	0	-11 202	11	757	-11 530	-	347	-775	-11 014	-8 325	-2 689	-188	-10 427
Ago	A -1 583	1 840	-0	3 423	10	-1 219	5 385	-	24	-767	-3 263	-5 011	1 749	6 686	4 190
Sep	A 3 708	17 935	-0	14 227	-1 962	7 316	13 792	-	-55	-6 825	6 170	11 805	-5 635	8 058	21 052
Oct	A 2 734	-6 055	-0	-8 789	0	463	-6 796	-	-11	-2 444	-15 266	-4 643	-10 623	6 477	-6 345
Nov	A -2 542	15 524	4 400	18 066	-	5 021	12 577	-	-7	475	12 224	6 972	5 252	5 842	17 591

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS  
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA  
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

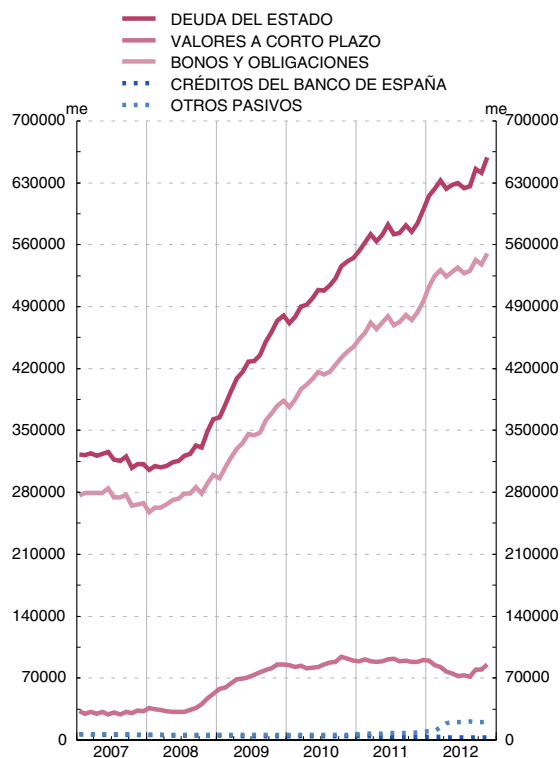
### 6.3. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

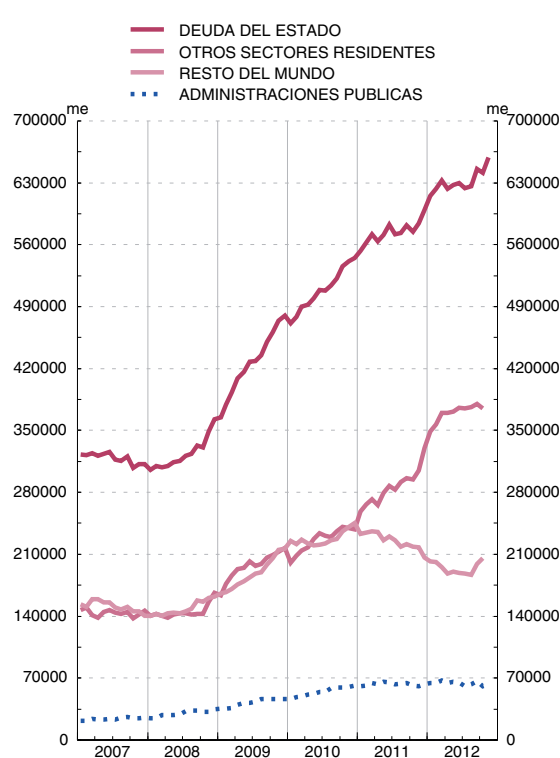
Millones de euros

	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)										Pro memoria:					
	Del cual:		Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avalos prestados (saldo vivo)			
	Total	En monedas distintas del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			De los cuales:			
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				Concedidos a otras AAPP	A FEEF (c)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
07		312 083	355	32 444	267 998	5 832	5 808	171 839	25 551	146 288	140 243	165	15 018	6 162	-	-
08		362 890	63	52 074	299 558	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	-	-
09		479 541	68	85 513	383 864	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 240	305	24 486	58 854	3 000	-
10	P	544 789	0	89 756	444 308	4 082	6 643	299 647	61 170	238 478	245 142	300	28 598	73 560	6 000	-
11 Nov	P	584 038	0	88 364	483 750	3 499	8 426	365 946	61 032	304 914	218 092	100	24 381	92 063	21 855	2 589
Dic	P	599 037	0	90 608	495 662	3 499	9 269	392 617	62 613	330 005	206 420	225	30 391	99 748	23 851	2 993
12 Ene	A	615 473	0	89 582	512 466	3 499	9 926	413 632	64 736	348 896	201 840	15	36 152	100 274	23 851	3 915
Feb	A	623 108	0	85 028	524 651	3 499	9 929	421 537	64 522	357 015	201 570	19 499	35 267	98 287	26 216	3 915
Mar	A	632 324	0	82 849	531 379	3 499	14 597	436 745	66 960	369 785	195 579	17 500	36 709	131 683	27 060	19 630
Abr	A	623 115	0	77 270	523 960	2 915	18 970	434 761	64 609	370 152	188 354	13 501	30 536	126 683	27 060	20 449
May	A	627 823	0	75 312	529 430	2 915	20 165	437 563	65 961	371 602	190 260	100	40 266	133 538	27 060	27 621
Jun	A	629 902	0	72 444	534 265	2 915	20 278	440 916	65 107	375 810	188 986	100	28 801	136 900	27 060	29 357
Jul	A	624 087	0	73 212	527 335	2 915	20 625	435 677	61 014	374 663	188 410	100	23 131	133 402	24 060	29 972
Ago	A	626 431	0	71 988	530 879	2 915	20 649	439 376	63 007	376 368	187 055	100	18 935	132 361	24 060	29 145
Sep	A	645 863	0	79 364	542 990	2 915	20 594	447 148	66 878	380 270	198 715	100	36 604	130 906	24 060	28 821
Oct	A	640 974	0	79 858	537 618	2 915	20 583	435 752	60 733	375 019	205 222	100	29 219	130 293	24 060	30 047
Nov	A	658 727	0	85 085	550 152	2 915	20 575	...	63 139	...	...	4 499	22 511	130 544	24 443	30 820

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.

b. Incluye las subastas diarias de liquidez del Tesoro que figuran en sus cuentas en el Banco de España y las operaciones de compraventas dobles (simultáneas) que realiza el Tesoro a un mes.

c. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.



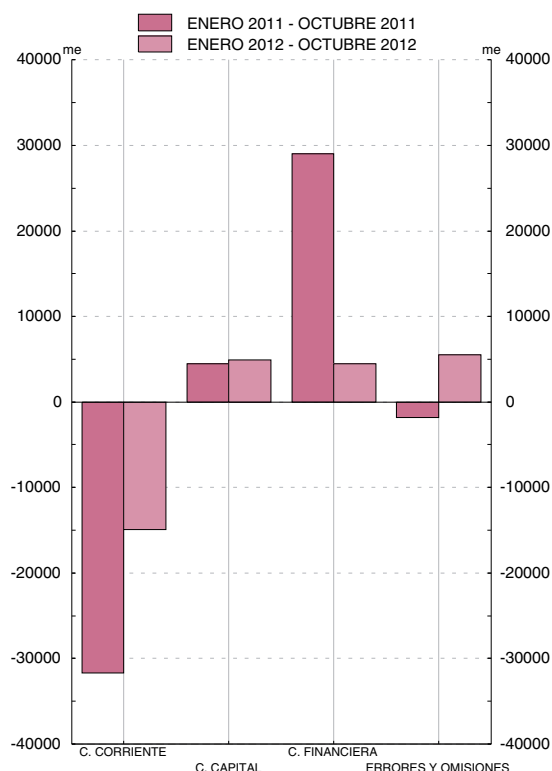
# 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

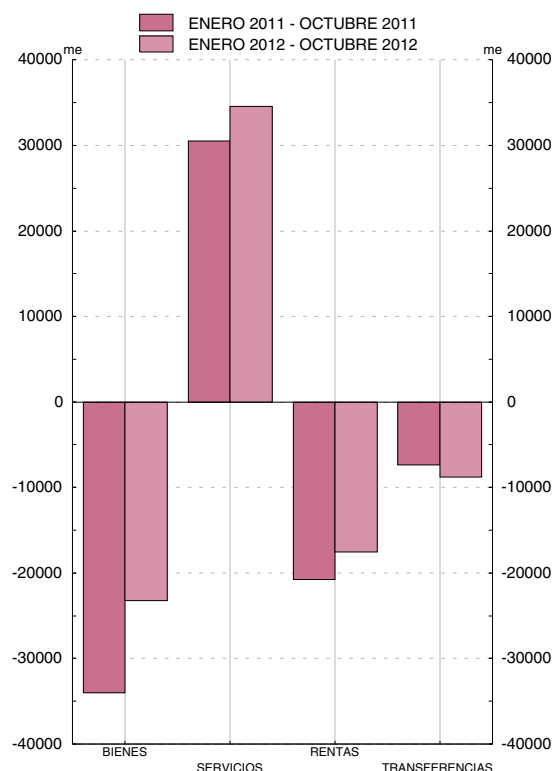
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transferencias corrientes (saldo)					
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos		Pagos				
						Del cual		Del cual									
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes								
1=2+5+10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11-12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=-(15+16)	
09	-50 539	-41 611	164 083	205 693	25 032	88 754	38 125	63 722	12 066	-25 931	45 338	71 269	-8 030	4 224	-46 315	51 982	-5 667
10	P -47 427	-47 779	193 666	241 445	27 514	93 870	39 621	66 356	12 663	-19 849	46 051	65 901	-7 313	6 289	-41 138	43 174	-2 036
11	P -37 497	-39 727	222 641	262 367	34 240	102 220	43 026	67 980	12 422	-26 106	42 355	68 461	-5 904	5 488	-32 009	35 760	-3 751
11 E-O	P -31 659	-34 021	184 684	218 705	30 493	86 573	38 264	56 081	10 345	-20 770	33 752	54 523	-7 361	4 454	-27 205	28 996	-1 791
12 E-O	P -14 910	-23 209	191 722	214 931	34 591	91 936	38 595	57 344	9 972	-17 523	28 830	46 353	-8 770	4 927	-9 983	4 447	5 536
11 Jul	P -880	-1 105	19 332	20 437	4 376	10 577	5 481	6 201	1 272	-3 501	3 920	7 421	-650	351	-528	6 236	-5 708
Ago	P -1 119	-4 400	16 044	20 445	5 064	10 471	5 734	5 407	1 368	-1 661	2 409	4 070	-121	935	-184	-334	518
Sep	P -3 726	-4 550	18 721	23 271	3 658	9 589	4 653	5 931	1 237	-2 325	3 369	5 694	-509	-19	-3 745	2 356	1 389
Oct	P -1 363	-3 023	19 860	22 883	3 646	9 474	4 154	5 829	1 172	-1 465	3 521	4 986	-521	280	-1 083	3 448	-2 366
Nov	P -1 926	-1 791	20 531	22 323	2 054	7 667	2 606	5 613	1 103	-2 568	3 223	5 791	379	869	-1 058	5 234	-4 177
Dic	P -3 911	-3 915	17 425	21 340	1 693	7 979	2 156	6 286	974	-2 768	5 379	8 147	1 078	165	-3 746	1 530	2 216
12 Ene	P -5 677	-3 291	17 047	20 338	1 749	7 191	2 677	5 442	832	-2 998	2 878	5 875	-1 137	84	-5 593	3 767	1 826
Feb	P -6 085	-3 175	18 544	21 719	1 518	7 034	2 243	5 515	881	-1 847	2 437	4 284	-2 582	116	-5 969	6 783	-813
Mar	P -3 265	-2 645	20 869	23 515	2 001	7 687	2 687	5 686	832	-1 858	3 027	4 885	-763	485	-2 780	108	2 672
Abr	P -1 600	-2 931	17 565	20 497	2 558	7 874	2 733	5 315	844	-914	2 952	3 866	-313	314	-1 286	425	861
May	P -277	-1 400	19 911	21 310	3 238	8 645	3 550	5 407	685	-1 414	3 857	5 271	-702	702	425	1 827	-2 252
Jun	P -805	-2 303	19 575	21 878	4 162	10 320	4 380	6 159	1 133	-2 318	3 415	5 733	-346	711	-94	1 627	-1 533
Jul	P 877	-1 171	20 252	21 423	5 209	11 797	5 607	6 588	1 211	-2 703	2 725	5 428	-458	80	957	1 275	-2 231
Ago	P 1 353	-2 629	17 176	19 804	5 719	11 395	5 814	5 676	1 272	-811	2 334	3 145	-926	636	1 989	-139	1 850
Sep	P -296	-2 708	18 923	21 631	4 239	10 081	4 820	5 842	1 183	-808	2 964	3 772	-1 020	792	496	-5 313	4 817
Oct	P 865	-955	21 860	22 815	4 198	9 914	4 084	5 716	1 099	-1 853	2 241	4 093	-524	1 008	1 873	-5 911	4 038

## RESUMEN



## DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

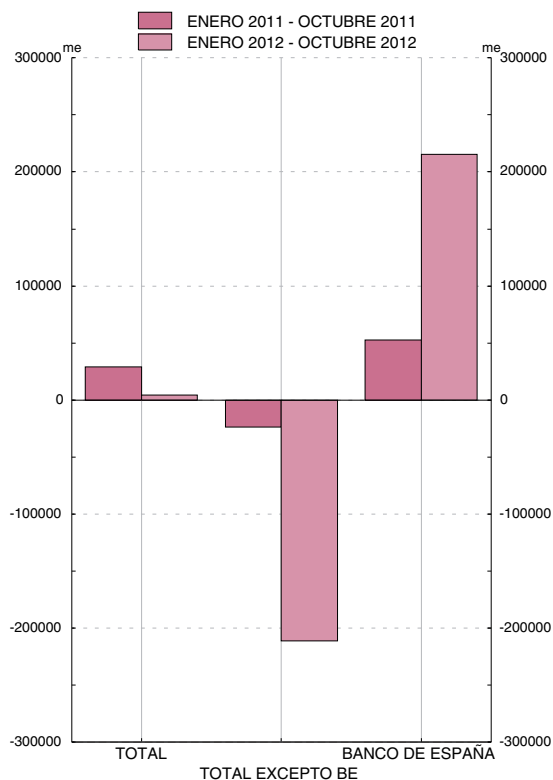
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

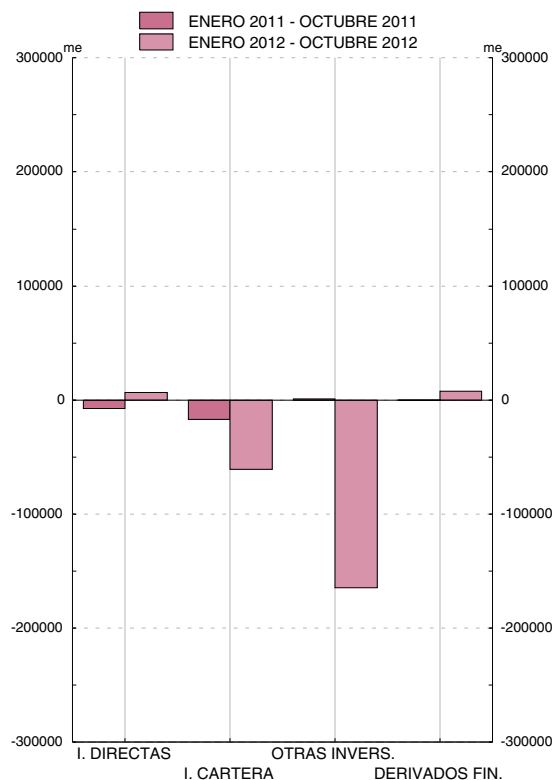
Millones de euros

	Cuenta financiera  (VNP-VNA)  1= 2+13	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
		Total  (VNP-VNA)  2=3+6+9+12	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)  12	Total  (VNP-VNA)  13=14+15+16	Reservas  (e)  14	Activos netos frente al Euro-sistema  (e)  15	Otros activos netos (VNP-VNA)  16	
			Saldo (VNP-VNA)  3=5-4	De España en el exterior (VNA)  4	Del exterior en España (VNP) (b)  5	Saldo (VNP-VNA)  6=8-7	De España en el exterior (VNA)  7	Del exterior en España (VNP) (c)  8	Saldo (VNP-VNA)  9=11-10	De España en el exterior (VNA)  10	Del exterior en España (VNP)  11						
09		51 982	41 517	-1 917	9 409	7 491	44 824	3 491	48 315	4 665	4 009	8 674	-6 054	10 464	-1 563	6 146	5 882
10	P 43 174	27 478	1 827	28 949	30 776	27 671	-63 711	-36 040	-10 610	17 439	6 829	8 589	15 696	-814	9 788	6 722	
11	P 35 760	-73 393	-5 596	26 800	21 204	-23 076	-42 904	-65 979	-44 880	35 500	-9 380	159	109 153	-10 010	124 056	-4 893	
11 E-O	P 28 996	-23 703	-7 337	19 818	12 481	-17 289	-28 865	-46 155	1 126	28 920	30 046	-203	52 699	-3 174	57 565	-1 692	
12 E-O	P 4 447	-211 075	6 641	4 467	11 108	-60 773	-22 327	-83 100	-164 744	44 742	-120 003	7 801	215 522	-2 217	205 458	12 281	
11 Jul	P 6 236	-4 768	763	2 150	2 913	-3 099	-4 804	-7 903	-2 216	-4 041	-6 258	-216	11 004	-1 462	11 311	1 156	
Ago	P -334	-18 087	-1 117	-1 099	-2 216	-8 352	-1 554	-9 907	-7 454	4 919	-2 535	-1 165	17 753	-43	21 553	-3 756	
Sep	P 2 356	-7 908	2 516	1 439	3 955	-3 152	-1 900	-5 052	-7 682	-878	-8 560	410	10 264	-92	10 396	-40	
Oct	P 3 448	-15 397	1 532	3 728	5 260	-5 634	-3 667	-9 301	-11 363	5 128	-6 235	68	18 845	-948	19 867	-73	
Nov	P 5 234	-17 235	1 082	1 992	3 073	6 673	-8 479	-1 806	-26 348	7 802	-18 546	1 358	22 469	-3 694	28 690	-2 527	
Dic	P 1 530	-32 454	659	4 990	5 649	-12 460	-5 559	-18 019	-19 657	-1 222	-20 880	-996	33 984	-3 142	37 801	-675	
12 Ene	P 3 767	-5 766	2 934	-1 116	1 818	-6 321	-49	-6 370	-2 194	-1 693	-3 887	-185	9 533	-71	8 808	797	
Feb	P 6 783	-22 523	2 347	-104	2 243	-6 166	2 157	-4 009	-21 383	9 185	-12 198	2 679	29 305	-111	27 639	1 777	
Mar	P 108	-66 625	2 427	-3	2 424	-24 693	687	-24 006	-44 613	21 008	-23 605	253	66 734	-30	64 608	2 156	
Abr	P 425	-28 565	1 148	1 255	2 404	-22 137	-4 242	-26 379	-6 513	4 362	-2 151	-1 063	28 990	-152	26 807	2 334	
May	P 1 827	-40 224	-1 312	1 703	391	-9 509	-2 624	-12 133	-29 713	17 824	-11 889	311	42 051	-243	42 265	29	
Jun	P 1 627	-58 550	-3 052	2 466	-587	-13 853	-2 121	-15 974	-42 267	16 639	-25 627	622	60 177	-3 502	63 314	364	
Jul	P 1 275	-17 605	-1 243	418	-826	-4 454	-6 671	-11 125	-15 018	-8 582	-23 600	3 111	18 879	2 025	14 853	2 001	
Ago	P -139	-11 903	-502	1 264	763	775	545	1 319	-11 934	-7 581	-19 515	-242	11 764	-122	11 155	731	
Sep	P -5 313	28 597	3 070	-3 199	-129	10 293	-1 280	9 013	14 529	-8 148	6 382	704	-33 911	-14	-34 287	390	
Oct	P -5 911	12 089	825	1 782	2 608	15 292	-8 730	6 562	-5 638	1 726	-3 912	1 610	-18 000	2	-19 704	1 702	

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

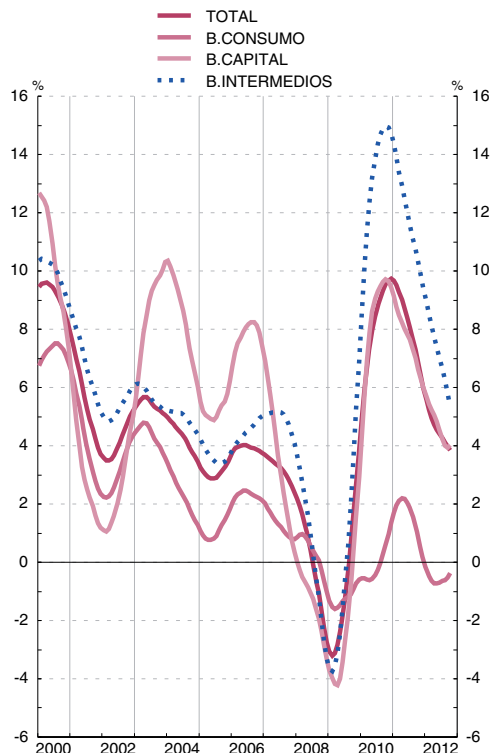
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
											Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
05	155 005	5,5	0,8	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,3	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5	
06	170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5	
07	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8	
08	189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2	
09	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5	
10	186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	35,7	34,1	27,0	
11	215 230	15,2	10,0	6,8	17,9	10,7	12,1	11,4	12,7	9,5	13,6	20,0	26,2	18,8	27,2	1,3	
11 Sep	P	17 780	11,8	7,8	4,1	22,8	7,9	18,4	7,2	4,8	1,0	7,3	20,6	27,0	14,2	22,4	
Oct	P	19 394	11,5	5,1	0,9	-9,2	9,9	124,6	2,6	12,1	10,0	11,1	-7,6	9,3	7,3	38,1	
Nov	P	19 866	13,4	8,7	0,2	15,4	13,2	102,0	7,3	14,3	14,5	12,7	-1,8	14,1	3,8	27,0	
Dic	P	17 004	6,6	2,1	-11,4	10,0	10,1	-0,8	10,8	-0,7	-4,6	1,0	14,6	75,4	13,6	15,8	
12 Ene	P	16 579	3,9	1,9	-5,2	-4,5	7,2	29,8	5,9	0,8	-1,3	-0,5	6,4	42,5	16,2	14,6	
Feb	P	17 978	4,9	-0,2	0,1	-26,4	4,4	41,6	2,2	1,9	-1,3	3,2	-3,7	16,3	-18,8	-1,0	
Mar	P	19 889	1,2	-2,3	-10,7	-15,1	5,5	49,5	3,2	-0,2	-0,6	-1,4	-3,9	24,4	7,4	17,9	
Abr	P	17 198	-0,8	-0,5	-5,9	-9,0	4,0	-3,4	4,5	-4,6	-2,8	-3,1	-8,1	7,6	25,9	22,5	
May	P	19 462	6,2	4,0	-3,8	1,6	8,6	7,5	8,7	2,1	0,3	1,8	4,5	57,1	29,3	5,6	
Jun	P	18 869	5,1	4,5	-3,2	3,1	9,4	12,6	9,2	-1,1	-3,6	-0,4	11,5	45,0	41,1	5,3	
Jul	P	19 600	5,2	5,3	5,2	-10,7	8,0	25,5	6,8	-2,2	0,7	2,5	30,6	23,0	21,3	32,5	
Ago	P	16 587	7,4	5,2	-2,5	-13,4	11,2	3,2	11,8	-1,5	-0,2	4,7	26,7	23,3	26,1	6,7	
Sep	P	17 866	0,5	-2,8	-13,8	-20,9	6,1	16,1	5,4	-4,0	-5,7	-2,4	24,9	33,8	12,4	-14,2	
Oct	P	21 078	8,7	8,6	7,1	12,7	8,8	-30,6	14,2	-3,3	-6,3	2,8	59,4	54,2	41,7	24,2	

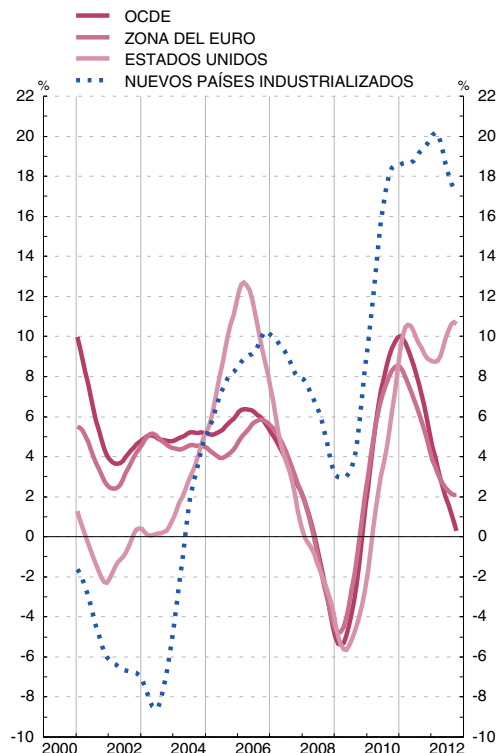
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

#### 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

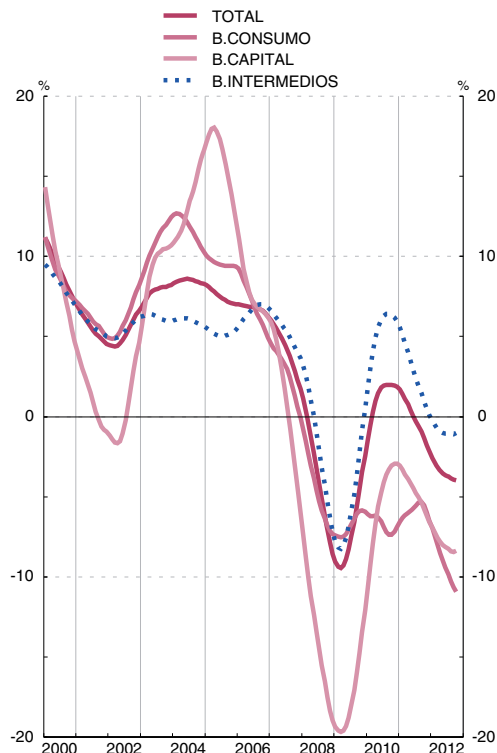
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

		Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
		Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
							Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
												Total	Estados Unidos					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
05		232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,2	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2	
06		262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,8	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6	
07		285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7	
08		283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1	
09		206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6	
10		240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	7,5	10,5	14,2	36,0	44,8	30,8	7,1	
11		263 141	9,6	1,1	-3,0	-4,6	3,2	1,8	3,6	5,9	6,7	6,6	12,6	20,1	21,0	-1,1	-2,8	
11 Sep	P	22 633	11,8	4,4	2,9	3,1	5,1	18,6	1,6	5,0	3,5	7,7	14,8	44,0	15,6	-9,2	-16,6	
Oct	P	23 026	9,2	0,5	24,6	-8,7	-7,0	-10,0	-6,2	17,4	19,5	11,6	-3,7	-4,2	41,0	-3,6	-9,2	
Nov	P	22 540	5,3	-4,9	-10,0	-4,2	-3,1	1,5	-4,4	3,1	3,3	3,8	25,4	31,9	4,2	-7,2	-17,2	
Dic	P	21 552	1,1	-5,0	-13,4	-9,0	-1,4	-1,5	-1,4	0,5	1,5	4,6	-13,4	3,2	29,3	-13,8	-4,3	
12 Ene	P	20 234	-3,1	-8,2	-2,2	-11,3	-9,7	-14,9	-8,0	-4,9	-4,4	-5,9	-18,9	21,3	30,4	-0,2	-3,5	
Feb	P	21 737	6,6	-1,1	-3,8	-6,4	0,1	12,4	-3,2	1,5	-0,7	5,0	3,4	15,3	66,6	0,5	-22,2	
Mar	P	23 134	-4,6	-12,0	-10,9	-15,7	-12,1	6,1	-16,4	-13,4	-13,9	-12,5	-11,5	23,5	68,0	-17,6	-29,2	
Abr	P	20 554	-3,5	-7,2	-12,9	-10,5	-5,2	3,3	-7,5	-9,4	-10,5	-5,8	-1,2	12,8	-20,0	-0,7	-5,6	
May	P	21 388	-1,6	-8,0	-9,8	-18,6	-6,5	1,6	-8,4	-5,9	-7,3	-1,6	15,8	-0,7	32,9	-6,8	-3,2	
Jun	P	21 569	-1,4	-5,8	-11,2	-5,6	-4,2	0,9	-5,6	-1,7	-0,4	-1,4	-6,4	39,2	19,7	-6,7	-14,7	
Jul	P	21 293	5,0	4,0	-0,8	-4,3	6,2	8,5	5,5	2,2	0,8	3,1	-5,2	7,5	17,1	6,6	-4,7	
Ago	P	19 732	-3,1	-8,4	-16,0	-17,9	-4,6	9,3	-9,2	-9,7	-10,6	-9,0	-29,0	32,1	16,7	-13,7	-24,3	
Sep	P	20 951	-7,4	-12,2	-18,8	-22,9	-8,8	-4,9	-10,1	-9,5	-9,9	-9,3	-9,6	7,7	-2,6	-12,3	0,2	
Oct	P	22 570	-2,0	-6,3	-26,0	1,4	2,3	11,1	-0,1	-13,3	-15,5	-9,7	-2,1	39,3	-9,9	-0,9	9,4	

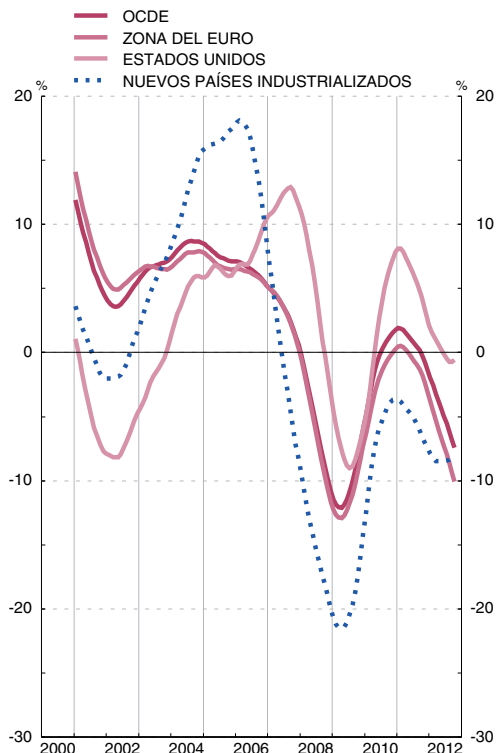
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

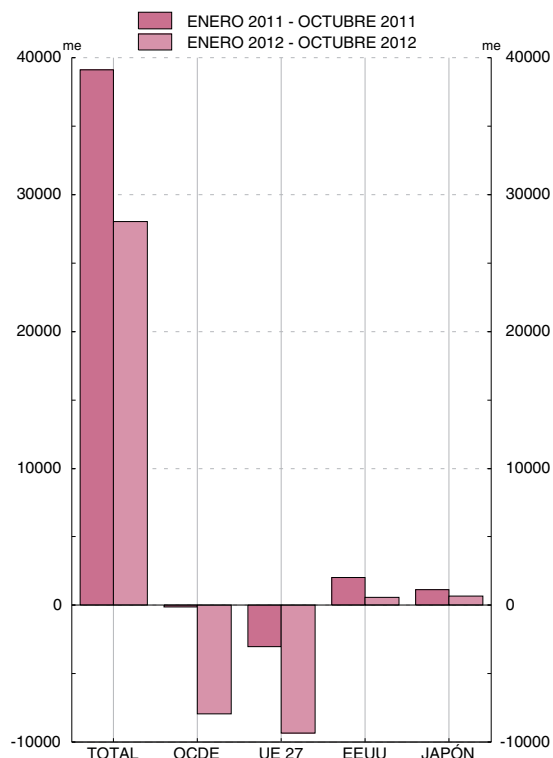
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

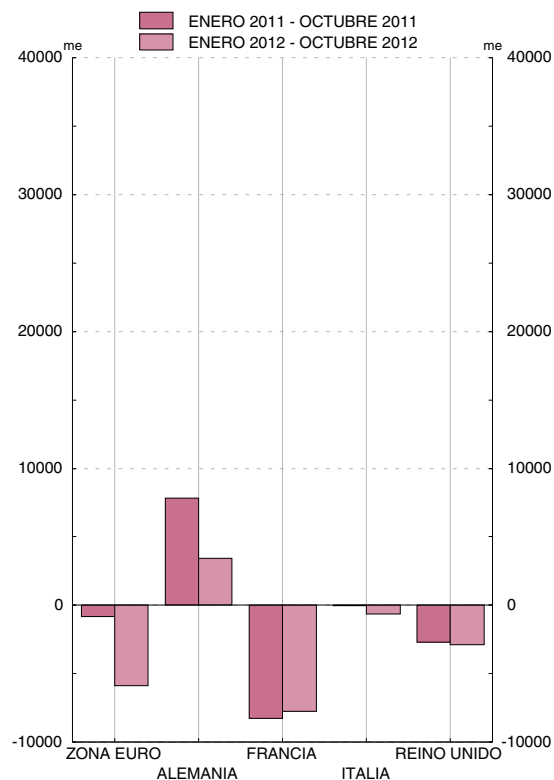
Millones de euros

		Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
			Total	Zona del Euro					Resto de la UE 27	Del cual:							
				Del cual:				Del cual:		Total	EEUU	Japón					
				Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido								
1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
05		-77 950	-30 703	-29 399	-16 749	-3 112	-6 938	-1 303	-210	-41 860	-1 092	-4 769	-12 938	-3 089	-10 182	-3 411	
06		-92 249	-33 547	-32 156	-18 689	-1 625	-7 184	-1 391	294	-45 995	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564	
07		-100 015	-40 176	-38 109	-23 752	-214	-8 375	-2 067	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347	
08		-94 160	-26 262	-26 207	-19 612	3 019	-6 608	-55	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296	
09		-46 227	-9 068	-6 767	-9 980	6 787	-1 847	-2 301	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532	
10		-53 276	-4 960	-2 211	-8 598	7 904	-477	-2 749	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252	
11		-47 910	3 405	1 029	-8 984	8 590	219	2 376	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 312	-15 317	-1 116	
11 Sep	P	-4 853	-163	-166	-840	738	-3	3	178	-483	-266	-86	-1 808	-480	-1 467	-21	
Oct	P	-3 632	-131	-440	-1 171	1 495	-58	309	190	-461	-290	-52	-1 338	-546	-1 278	-27	
Nov	P	-2 674	1 653	1 589	-559	1 570	70	64	149	936	-492	-122	-1 678	-546	-1 172	-50	
Dic	P	-4 549	-636	-747	-552	322	-195	111	328	-1 527	-141	-85	-1 499	-706	-1 081	-87	
12 Ene	P	-3 655	900	586	-340	706	-15	315	276	620	-85	-134	-2 209	-589	-1 398	-61	
Feb	P	-3 759	468	302	-403	702	-26	165	327	-39	-229	-67	-1 860	-555	-1 218	25	
Mar	P	-3 245	1 451	996	-423	1 003	94	455	330	1 277	-151	-105	-1 836	-1 139	-875	53	
Abr	P	-3 356	777	544	-324	830	39	233	257	142	-190	-75	-1 651	-401	-1 008	-43	
May	P	-1 926	1 289	907	-336	1 043	64	382	157	712	-190	-116	-1 028	-470	-1 129	-38	
Jun	P	-2 700	655	186	-276	687	50	469	332	521	33	-37	-2 106	-325	-1 155	-8	
Jul	P	-1 693	1 524	1 163	-240	888	82	361	337	1 458	17	-2	-1 705	-405	-1 243	-31	
Ago	P	-3 145	558	358	-296	466	210	200	176	1 245	179	-37	-2 158	-397	-1 323	-3	
Sep	P	-3 085	486	239	-492	695	80	247	253	512	-39	-62	-1 780	-374	-1 291	12	
Oct	P	-1 492	1 223	603	-290	754	63	621	425	1 492	67	-21	-1 762	-164	-1 186	32	

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: MHAP.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

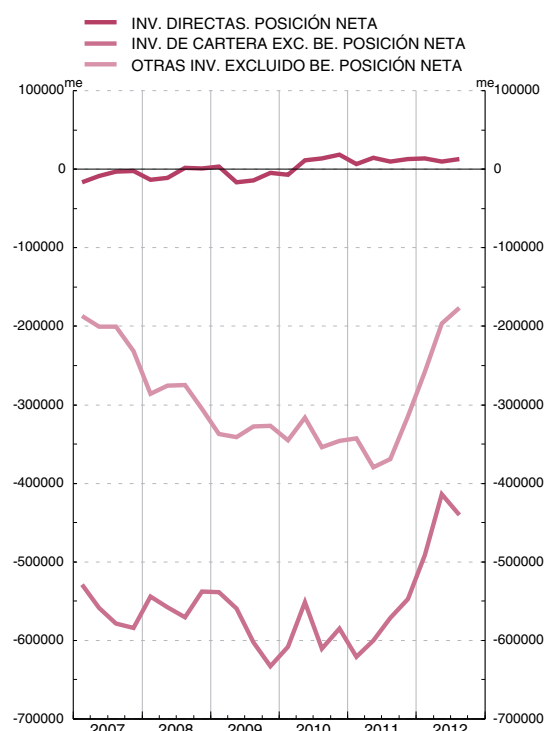
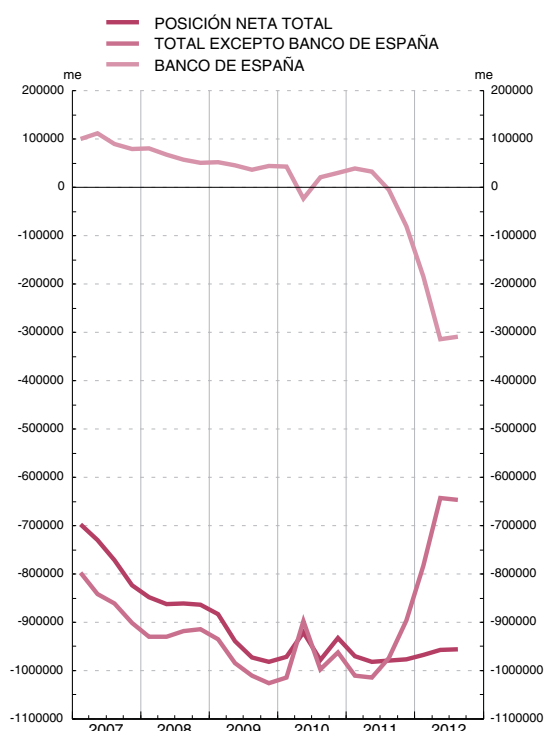
■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos - pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
			Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
	1= 2+13	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	(a)	16
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7	
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1	
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6	
07	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9	
08	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0	
09 III	-973,2	-1 010,1	-14,7	430,7	445,4	-663,2	371,4	1 034,6	-327,3	364,4	691,7	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2	
IV	-982,2	-1 026,3	-4,5	434,4	438,9	-693,7	374,3	1 068,1	-327,1	369,6	696,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9	
10 I	-971,9	-1 014,3	-7,0	442,0	449,0	-667,9	380,6	1 048,4	-345,2	362,4	707,5	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0	
II	-920,5	-897,1	11,4	461,7	450,3	-604,0	352,9	956,9	-316,5	370,9	687,5	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1	
III	-977,5	-997,7	14,0	469,7	455,6	-661,9	334,3	996,1	-354,1	354,3	708,4	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9	
IV	-932,0	-962,3	18,1	488,8	470,7	-637,0	312,2	949,2	-346,1	372,8	718,9	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5	
11 I	-970,5	-1 009,9	6,5	485,1	478,6	-672,4	302,2	974,6	-342,5	379,1	721,6	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5	
II	-982,1	-1 014,2	14,7	486,8	472,1	-648,8	293,2	942,0	-379,8	382,5	762,2	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3	
III	-979,3	-974,2	9,8	480,1	470,3	-622,3	273,5	895,7	-369,3	387,8	757,0	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1	
IV	-976,6	-895,6	12,7	496,5	483,7	-599,4	256,7	856,1	-314,8	398,3	713,2	5,9	-81,0	36,4	-170,2	52,8	
12 I	-967,4	-782,5	13,8	495,8	481,9	-541,4	270,9	812,3	-257,9	416,7	674,6	2,9	-184,8	36,0	-271,2	50,5	
II	-957,6	-642,7	9,6	494,8	485,2	-460,4	255,6	715,9	-196,6	444,8	641,4	4,6	-314,9	41,4	-403,6	47,3	
III	-955,7	-646,4	13,3	498,1	484,9	-485,7	254,8	740,5	-176,7	423,1	599,9	2,8	-309,3	40,2	-395,4	45,9	

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

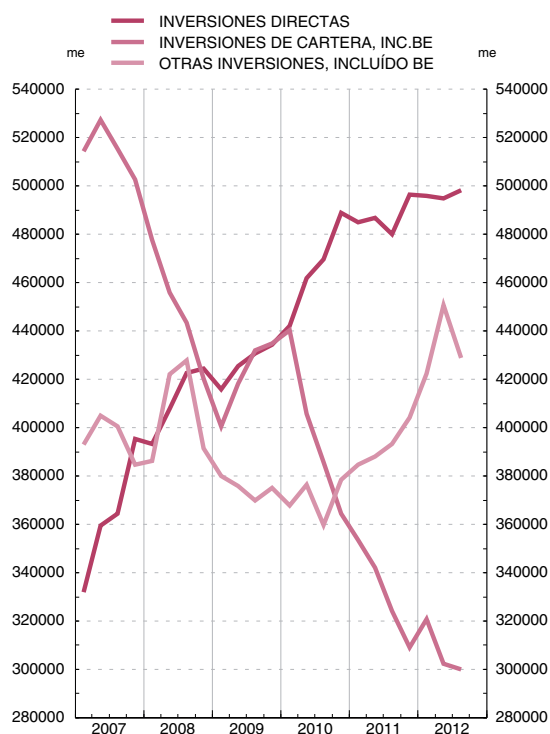
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

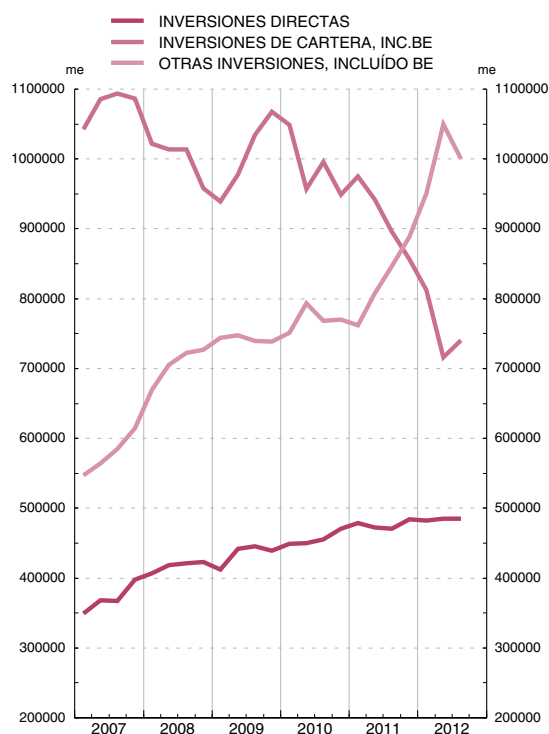
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España (a)	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
	1	2	3	4	5	6	7	8				
<b>04</b>	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 210	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b>	236 769	22 133	250 641	75 322	104 156	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b>	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b>	368 306	27 086	307 278	90 696	132 954	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
<b>08</b>	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
<b>09</b> <i>III</i>	397 659	33 053	327 808	117 569	71 192	360 878	218 231	816 410	369 856	739 197	85 194	90 098
<i>IV</i>	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 619	845 431	375 092	738 182	77 449	98 498
<b>10</b> <i>I</i>	410 886	31 119	329 495	119 466	89 281	351 097	198 588	849 822	367 808	751 222	93 867	88 286
<i>II</i>	428 422	33 277	330 794	119 457	87 320	318 420	169 657	787 204	376 389	793 369	118 304	106 522
<i>III</i>	432 291	37 369	334 435	121 181	88 694	297 029	194 290	801 837	359 704	767 878	121 434	117 049
<i>IV</i>	449 956	38 847	346 360	124 308	92 373	271 994	181 491	767 728	378 390	770 241	95 116	92 459
<b>11</b> <i>I</i>	446 675	38 387	356 795	121 796	92 824	260 696	204 976	769 639	384 733	762 285	80 724	82 170
<i>II</i>	447 685	39 070	355 071	117 030	91 874	250 141	194 526	747 507	388 053	807 953	83 747	84 040
<i>III</i>	435 097	44 957	356 366	113 891	78 257	245 886	159 665	736 084	393 370	846 064	134 796	127 191
<i>IV</i>	446 546	49 947	364 196	119 550	77 741	231 307	164 215	691 864	404 071	888 551	140 225	134 415
<b>12</b> <i>I</i>	446 978	48 789	363 117	118 829	84 338	236 428	159 815	652 497	422 448	951 092	133 237	130 209
<i>II</i>	441 634	53 144	369 632	115 579	82 246	219 972	146 541	569 375	450 530	1 050 051	153 277	148 677
<i>III</i>	444 924	53 214	374 085	110 771	86 409	213 593	165 906	574 597	428 846	1 000 307	157 193	154 374

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

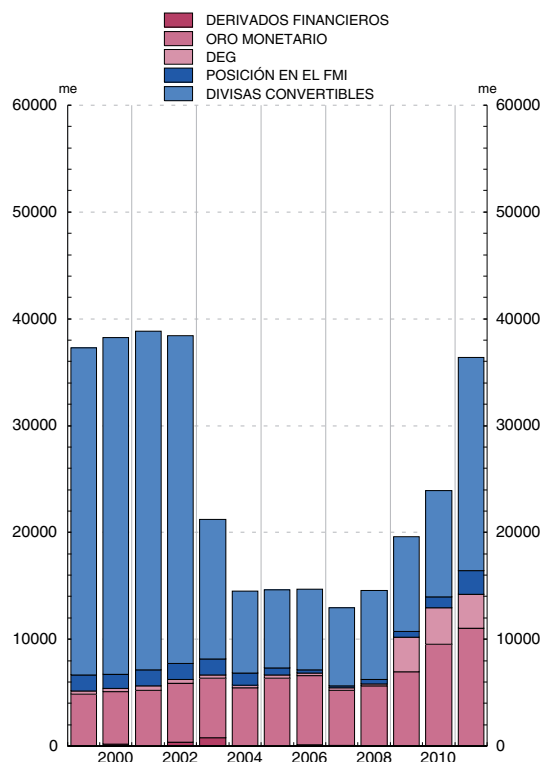
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

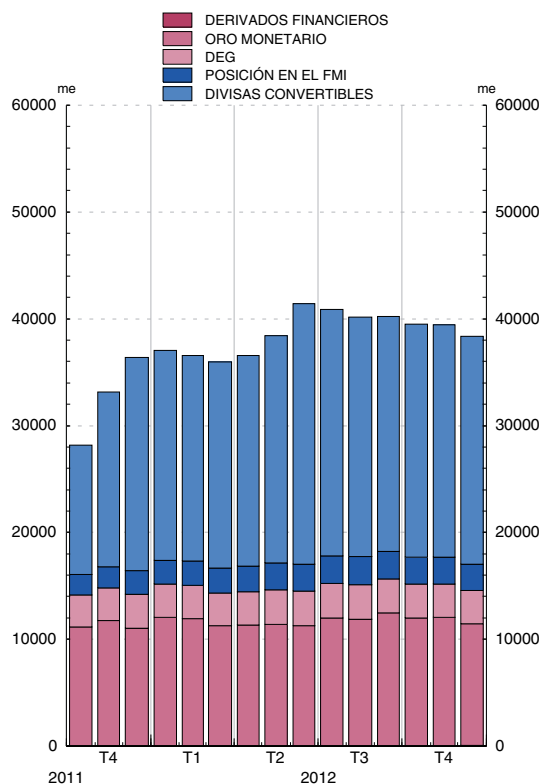
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10</b>	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
<b>11 Jul</b>	25 955	10 908	1 809	2 979	10 259	-	9,1
<b>Ago</b>	27 004	10 878	1 796	2 958	11 373	-	9,1
<b>Sep</b>	27 566	11 619	1 953	3 072	10 922	-	9,1
<b>Oct</b>	28 197	12 124	1 913	3 010	11 150	-	9,1
<b>Nov</b>	33 157	16 393	1 952	3 072	11 740	-	9,1
<b>Dic</b>	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
<b>12 Ene</b>	37 017	19 620	2 233	3 139	12 025	-	9,1
<b>Feb</b>	36 582	19 242	2 305	3 087	11 949	-	9,1
<b>Mar</b>	35 977	19 312	2 312	3 095	11 258	-	9,1
<b>Abr</b>	36 540	19 708	2 402	3 130	11 300	-	9,1
<b>May</b>	38 440	21 308	2 492	3 248	11 392	-	9,1
<b>Jun</b>	41 430	24 409	2 508	3 226	11 287	-	9,1
<b>Jul</b>	40 879	23 071	2 560	3 287	11 961	-	9,1
<b>Ago</b>	40 184	22 459	2 619	3 232	11 875	-	9,1
<b>Sep</b>	40 193	21 948	2 583	3 195	12 471	-3	9,1
<b>Oct</b>	39 492	21 820	2 491	3 175	12 002	4	9,1
<b>Nov</b>	39 463	21 791	2 479	3 166	12 011	16	9,1
<b>Dic</b>	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.



## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
08 /// IV	1 690 245	217 747	9 722	494	187 624	19 907	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
	1 672 021	233 754	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 209	104 187
09 / II III IV	1 699 703	243 632	15 801	480	204 677	22 675	-	784 094	15 149	411 446	248 803	108 696
	1 722 777	257 152	21 125	979	211 224	23 825	-	786 229	14 200	409 692	251 975	110 363
	1 732 303	276 333	31 005	709	219 260	25 359	-	770 038	14 217	391 123	257 026	107 671
	1 757 372	299 770	44 479	532	229 085	25 674	-	782 873	14 903	384 509	260 304	123 157
10 / II III IV	1 781 635	317 496	51 896	114	238 846	26 640	-	789 869	16 641	399 817	256 338	117 073
	1 762 144	292 971	39 698	192	224 769	28 312	-	741 796	12 157	378 888	239 162	111 589
	1 747 828	303 836	39 437	932	234 437	29 031	-	758 152	10 926	396 110	242 943	108 173
	1 718 341	289 348	36 629	976	220 521	31 221	-	759 633	9 910	413 379	238 061	98 283
11 / II III IV	1 710 877	292 036	37 875	485	221 838	31 838	-	764 176	10 640	395 695	239 222	118 619
	1 733 641	286 215	37 245	7	215 762	33 201	-	795 343	7 554	425 267	234 487	128 035
	1 761 289	293 520	36 605	507	222 641	33 766	-	771 984	6 211	402 061	227 294	136 418
	1 759 003	275 629	28 545	428	211 918	34 738	-	715 320	3 494	362 532	218 539	130 755
12 / II III	1 782 022	256 576	23 731	4	192 006	40 834	-	655 508	3 341	311 819	205 088	135 259
	1 795 339	238 647	16 369	70	175 944	46 264	-	590 304	2 749	273 422	178 630	135 504
	1 750 268	255 632	20 961	325	187 980	46 365	-	541 812	1 677	237 643	171 721	130 771

## 7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
		Corto plazo		Corto plazo			Largo plazo					Frente a:	
	Total (a)	Depósitos	Total	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos	Total	Inversores directos	Afiliadas
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
08 /// IV	24 276 35 233	24 276 35 233	501 587 479 500	18 093 13 329	25 024 22 307	1 342 2 668	318 792 302 204	136 110 136 854	362 361	1 865 1 777	154 144 157 222	62 559 65 142	91 585 92 080
09 / /// /// IV	32 491 35 596 47 538 41 400	32 491 35 596 47 538 41 400	480 593 468 268 461 698 459 569	20 122 18 969 13 249 18 059	19 430 17 448 16 429 14 269	3 275 2 416 2 552 2 375	292 216 282 343 281 652 278 601	143 518 145 040 145 875 144 393	393 385 419 419	1 639 1 667 1 522 1 454	158 893 175 532 176 696 173 759	69 975 90 696 89 842 73 851	88 918 84 836 86 854 99 908
10 / // /// IV	43 673 105 881 59 477 51 323	43 673 105 881 59 477 51 323	450 007 439 926 448 250 437 665	14 758 12 714 14 032 11 929	13 975 16 600 16 737 16 847	3 179 4 462 4 762 4 284	271 344 258 705 260 062 250 678	145 054 145 842 151 103 152 274	424 432 421 422	1 273 1 172 1 134 1 231	180 591 181 571 178 113 180 373	70 070 67 573 67 705 67 645	110 521 113 998 110 408 112 728
11 / // /// IV	40 665 45 732 89 019 175 360	40 665 45 732 89 019 175 360	435 046 428 170 427 625 414 106	11 724 11 840 7 466 5 300	18 154 18 244 19 181 19 712	3 818 4 192 6 433 6 544	248 339 240 618 235 866 224 068	151 204 151 864 157 263 157 152	415 414 420 423	1 391 997 997 907	178 954 178 180 179 142 178 589	67 681 68 389 67 859 69 704	111 273 109 791 111 282 108 884
12 / // ///	276 496 408 695 400 455	276 496 408 695 400 455	415 009 381 781 377 005	8 530 5 684 4 276	19 459 17 887 16 931	6 699 6 826 7 388	219 800 189 999 187 981	158 906 159 694 158 742	420 493 491	1 194 1 196 1 196	178 433 175 913 175 363	69 609 69 342 68 936	108 824 106 570 106 427

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

## 8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
Total	Operaciones de mercado abierto					Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
1=2+3+4+5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10-11-12	9	10	11	12	13	
11 Jun	431 648	134 617	315 438	-1 346	-	158	17 219	217 454	842 535	75 422	528 083	172 420	214 194
Jul	428 135	155 735	314 193	-3 563	-	123	38 354	218 792	851 836	74 499	541 021	166 522	209 343
Ago	415 158	152 276	371 089	-6 310	-	467	102 365	198 249	854 163	56 888	540 662	172 140	216 908
Sep	385 451	159 698	379 582	-7 589	-	613	146 852	184 329	852 472	47 300	543 854	171 590	201 122
Oct	381 055	201 431	381 245	-13 039	-	2 860	191 442	166 392	858 960	57 290	611 521	138 337	214 663
Nov	373 525	214 687	393 440	-12 911	-	2 392	224 082	157 921	865 195	62 105	614 105	155 275	215 605
Dic	394 459	229 993	481 184	-5 277	-	7 807	319 248	175 162	882 268	60 738	657 215	110 629	219 297
12 Ene	356 284	126 500	698 255	-	-	3 707	472 178	211 324	875 501	94 231	695 754	62 654	144 961
Feb	322 045	128 613	663 720	6 376	-	1 683	478 347	215 315	868 647	106 706	700 664	59 374	106 730
Mar	361 695	40 792	1 096 956	-	-	3 718	779 771	249 711	868 490	142 720	672 633	88 867	111 984
Abr	382 712	55 069	1 090 965	-	-	1 066	764 388	272 458	873 353	148 188	660 168	88 915	110 253
May	347 195	40 063	1 076 812	0	-	1 644	771 324	229 927	876 907	116 280	656 995	106 265	117 268
Jun	437 789	132 691	1 069 309	0	-	2 003	766 215	328 135	888 832	131 374	659 454	32 617	109 653
Jul	743 701	156 106	1 080 565	-	-	817	493 787	372 135	896 182	134 906	678 366	-19 413	371 566
Ago	885 372	131 936	1 076 236	-	-	833	323 633	347 038	898 561	115 828	678 405	-11 054	538 334
Sep	876 292	124 884	1 069 567	-	-	1 013	319 173	332 823	893 288	95 737	670 651	-14 449	543 469
Oct	885 514	92 494	1 057 904	-	-	1 324	266 209	352 304	890 571	101 249	708 573	-69 057	533 210
Nov	884 798	77 694	1 046 596	-	-	1 358	240 850	362 981	888 224	108 633	708 113	-74 237	521 816

## 8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
14=15+16+17+18+19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25-26-27	24	25	26	27	28	
11 Jun	47 777	11 506	37 949	-127	-	40	1 591	47 536	-5 585	-17 618	71 283	9 185	19 886	78 200	23 444
Jul	52 053	21 686	35 678	-206	-	74	5 179	53 344	-5 585	-20 478	71 836	6 329	21 185	77 459	24 772
Ago	69 918	36 767	44 840	-435	-	51	11 304	69 880	-5 585	-18 545	70 845	11 743	21 543	79 590	24 169
Sep	69 299	32 965	46 394	-225	-	0	9 835	82 810	-5 585	-30 491	68 987	8 879	21 636	86 721	22 565
Oct	76 048	43 185	42 994	-461	-	0	9 670	93 640	-5 585	-36 331	68 456	5 754	24 147	86 395	24 324
Nov	97 970	54 449	51 831	-465	-	110	7 956	119 540	-5 585	-38 879	67 709	8 302	26 705	88 185	22 894
Dic	118 861	47 109	85 302	1 976	-	395	15 921	150 831	-5 604	-50 033	69 568	5 016	33 204	91 414	23 668
12 Ene	133 177	6 445	154 976	-0	-	-	28 244	175 940	-5 724	-53 051	68 708	5 847	37 116	90 489	16 012
Feb	152 432	17 505	152 297	2 293	-	1	19 665	196 896	-5 724	-49 527	67 114	10 035	37 120	89 556	10 787
Mar	227 600	1 037	315 306	-	-	-	88 742	252 097	-5 724	-30 159	66 912	24 829	35 054	86 847	11 386
Abr	263 535	1 781	315 153	-	-	5	53 404	284 549	-5 724	-26 953	67 161	24 159	32 986	85 287	11 662
May	287 813	9 204	315 438	-	-	-	36 829	318 594	-5 724	-36 857	67 030	11 226	32 912	82 200	11 800
Jun	337 206	44 961	320 036	-	-	0	27 792	371 808	-5 724	-40 468	70 049	7 284	35 954	81 846	11 589
Jul	375 549	69 338	332 847	-	-	-	26 636	414 619	-5 724	-45 373	71 589	5 319	42 439	79 842	12 027
Ago	388 736	74 115	337 539	-	-	-	22 918	428 617	-5 724	-46 154	71 144	6 424	43 110	80 611	11 997
Sep	378 176	70 818	329 109	-	-	-	21 751	419 847	-5 724	-47 776	69 114	4 036	41 785	79 142	11 829
Oct	341 601	47 426	319 508	-	-	0	25 333	383 605	-5 724	-48 108	67 482	4 408	40 945	79 053	11 827
Nov	340 835	44 292	320 567	-	-	-	24 024	376 268	-5 724	-43 004	65 376	10 766	41 360	77 785	13 295

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

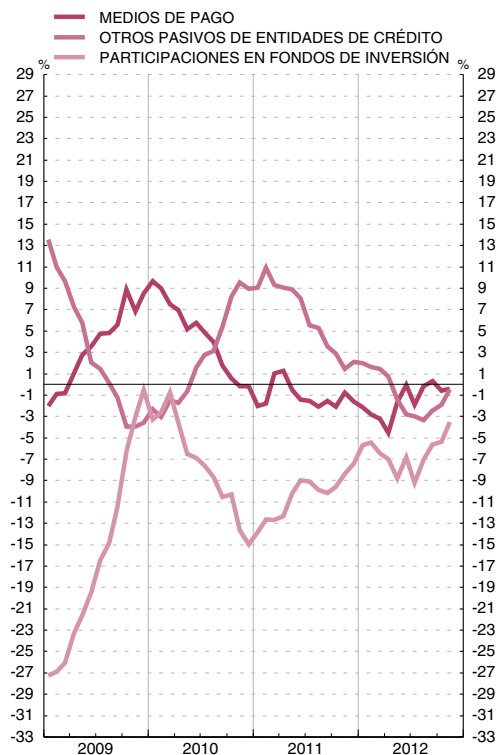
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

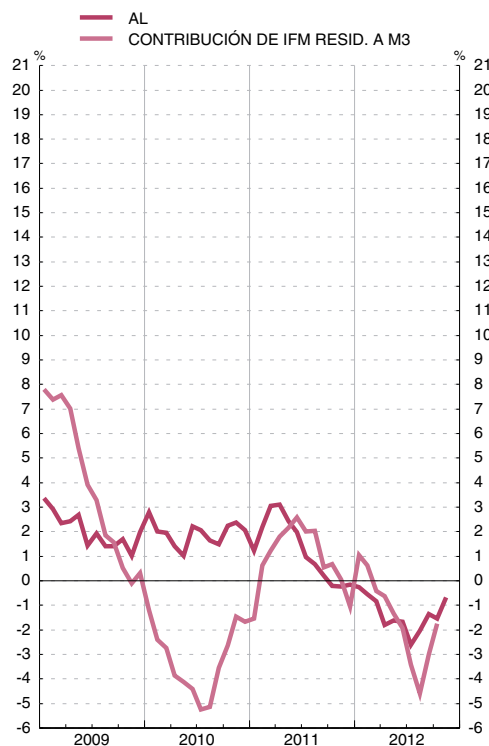
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	519 298	8,5	0,6	10,6	527 317	-3,6	-1,3	-19,6	-39,8	146 214	-0,6	1,1	-2,4	2,0	0,3
10	518 340	-0,2	-0,3	-0,1	574 516	9,0	6,4	48,5	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	2,1	-1,7
11	509 981	-1,6	-1,9	-1,5	586 729	2,1	-2,3	46,9	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	-0,2	-1,1
11 Ago	506 611	-2,1	-2,7	-1,9	581 123	5,3	4,5	17,6	-24,0	119 785	-9,9	-17,4	-3,4	0,7	2,0
Sep	502 786	-1,5	-2,1	-1,4	579 300	3,5	2,9	12,4	-14,3	117 938	-10,2	-15,8	-5,4	0,2	0,5
Oct	495 731	-2,1	-2,0	-2,1	580 824	2,9	0,8	27,1	-13,8	118 090	-9,6	-14,3	-5,8	-0,2	0,7
Nov	500 118	-0,8	-1,6	-0,6	579 399	1,5	-1,6	33,5	-20,1	115 330	-8,4	-12,8	-4,7	-0,2	0,1
Dic	509 981	-1,6	-1,9	-1,5	586 729	2,1	-2,3	46,9	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	-0,2	-1,1
12 Ene	493 713	-2,2	-2,3	-2,1	584 911	2,0	-3,1	56,6	-31,7	117 838	-5,7	-6,3	-5,2	-0,3	1,0
Feb	492 086	-2,8	-2,4	-2,9	588 655	1,7	-3,5	55,9	-33,9	118 876	-5,4	-3,2	-7,1	-0,5	0,6
Mar	497 887	-3,2	-1,8	-3,5	587 889	1,5	-3,8	56,9	-39,0	117 185	-6,5	-3,3	-8,7	-0,8	-0,4
Abr	488 967	-4,5	-2,1	-5,1	581 579	0,7	-4,7	56,6	-37,6	115 973	-7,0	-2,7	-10,0	-1,8	-0,6
May	501 135	-1,7	0,9	-2,3	573 147	-1,5	-6,9	53,8	-36,2	112 559	-8,8	-2,7	-13,1	-1,6	-1,3
Jun	523 156	-0,1	3,4	-0,9	568 228	-2,8	-8,4	53,2	-32,5	113 414	-6,8	-4,9	-8,2	-1,7	-1,9
Jul	505 683	-1,9	3,6	-3,2	562 600	-3,0	-9,2	57,9	-13,9	110 134	-9,2	-5,4	-11,9	-2,6	-3,4
Ago P	505 817	-0,2	4,4	-1,2	561 548	-3,4	-9,6	56,4	-9,9	111 361	-7,0	-5,4	-8,2	-2,0	-4,6
Sep P	504 323	0,3	2,9	-0,3	565 214	-2,4	-8,8	59,6	-11,8	111 329	-5,6	-5,5	-5,7	-1,4	-3,0
Oct P	492 761	-0,6	1,5	-1,1	569 758	-1,9	-6,3	35,5	-10,9	111 724	-5,4	-6,4	-4,6	-1,5	-1,8
Nov P	498 165	-0,4	-1,5	-0,1	576 781	-0,5	-2,9	17,4	-10,2	111 239	-3,5	-6,1	-1,7	-0,7	...

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

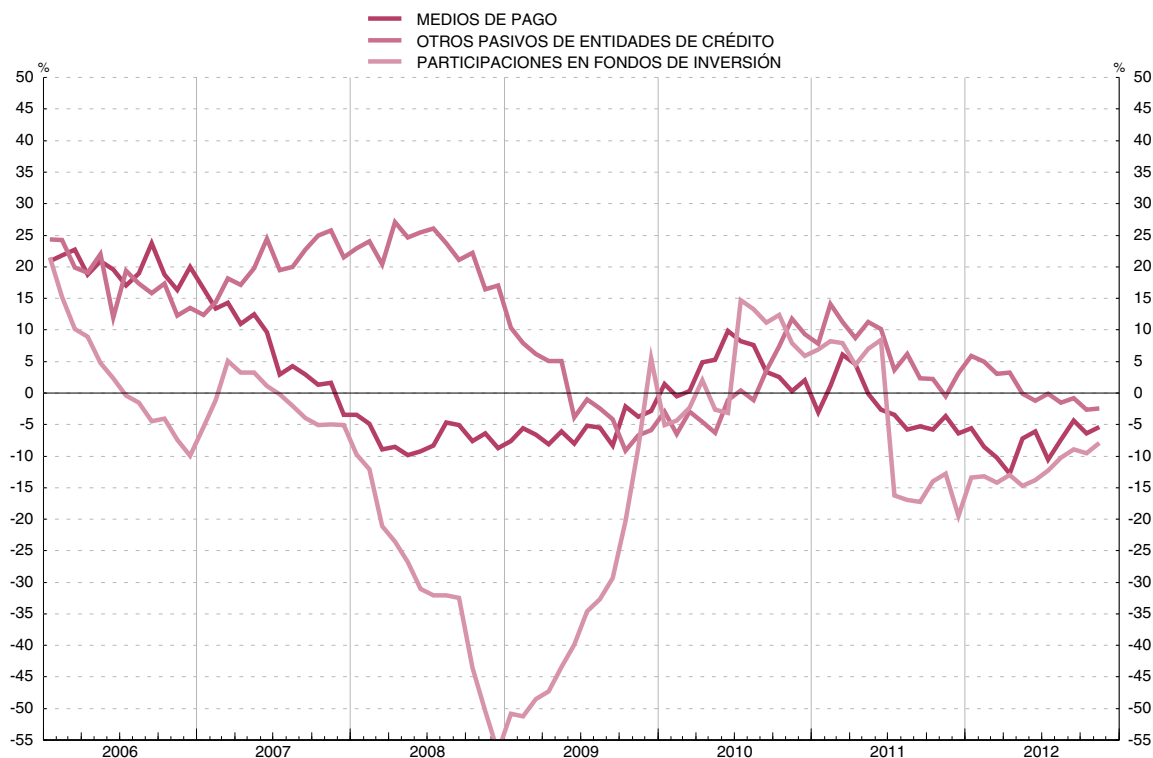
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>09</b>	117 386	-2,8	113 319	-5,9	9,2	-39,9	11 475	5,5	1,0	10,8
<b>10</b>	119 757	2,0	123 882	9,3	6,1	22,6	12 153	5,9	-9,4	22,1
<b>11</b>	112 152	-6,4	127 802	3,2	-10,9	52,7	9 780	-19,5	-22,4	-17,2
<b>11 Ago</b>	114 506	-5,7	121 571	6,1	1,3	26,3	11 142	-17,0	-24,1	-10,9
<b>Sep</b>	112 031	-5,3	121 369	2,3	-1,9	19,0	10 970	-17,3	-22,6	-12,8
<b>Oct</b>	108 693	-5,8	121 609	2,2	-6,4	37,0	10 984	-14,0	-18,1	-10,6
<b>Nov</b>	111 426	-3,7	122 806	-0,5	-11,0	37,1	10 727	-12,8	-16,7	-9,6
<b>Dic</b>	112 152	-6,4	127 802	3,2	-10,9	52,7	9 780	-19,5	-22,4	-17,2
<b>12 Ene</b>	106 399	-5,6	125 542	5,9	-10,8	69,4	10 589	-13,4	-11,1	-15,1
<b>Feb</b>	106 957	-8,5	126 853	4,9	-11,0	64,5	10 680	-13,2	-8,2	-16,8
<b>Mar</b>	108 838	-10,3	126 093	3,0	-13,3	62,5	10 527	-14,2	-8,4	-18,3
<b>Abr</b>	103 224	-12,8	123 838	3,3	-14,0	65,3	10 531	-13,0	-6,6	-17,6
<b>May</b>	109 824	-7,2	122 195	-0,1	-17,8	63,1	10 226	-14,7	-6,6	-20,5
<b>Jun</b>	114 405	-6,1	122 565	-1,2	-19,6	63,6	10 185	-13,8	-10,1	-16,5
<b>Jul</b>	103 592	-10,6	119 395	-0,1	-20,1	68,5	9 891	-12,3	-5,8	-17,0
<b>Ago</b> P	106 007	-7,4	119 663	-1,6	-20,6	61,9	9 996	-10,3	-5,9	-13,5
<b>Sep</b> P	107 145	-4,4	120 366	-0,8	-19,9	61,4	9 994	-8,9	-5,9	-11,1
<b>Oct</b> P	101 770	-6,4	118 365	-2,7	-17,4	37,8	9 931	-9,6	-8,1	-10,7
<b>Nov</b> P	105 384	-5,4	119 791	-2,5	-11,5	18,7	9 877	-7,9	-7,9	-7,9

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

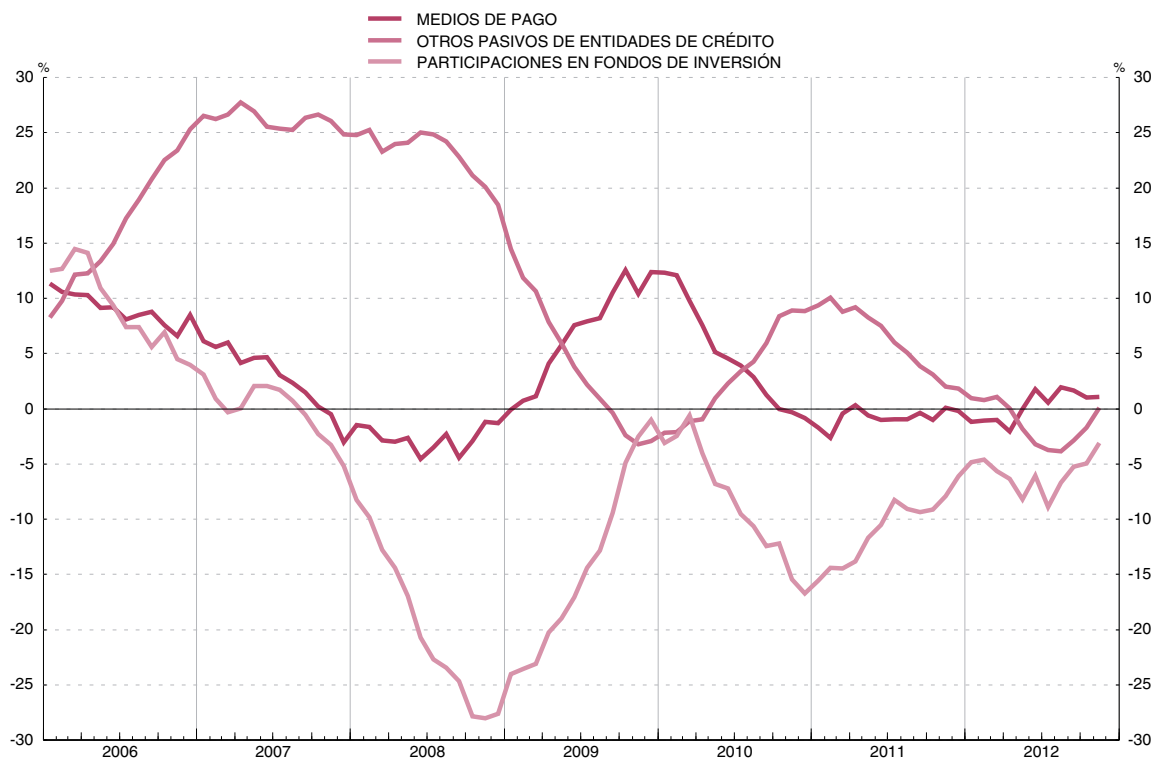
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual	
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>09</b>	401 912	12,4	3,5	15,3	413 999	-2,9	-3,5	8,2	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>10</b>	398 582	-0,8	-1,8	-0,5	450 634	8,8	6,5	53,9	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>11</b>	397 829	-0,2	-1,2	0,1	458 927	1,8	-0,3	29,8	105 377	-6,1	-8,9	-3,8
<b>11 Ago</b>	392 104	-0,9	-2,4	-0,5	459 552	5,1	5,2	3,4	108 643	-9,1	-16,7	-2,5
<b>Sep</b>	390 755	-0,4	-1,7	0,0	457 931	3,9	4,0	2,3	106 968	-9,4	-15,1	-4,6
<b>Oct</b>	387 038	-1,0	-1,5	-0,8	459 215	3,1	2,4	12,5	107 106	-9,1	-13,9	-5,2
<b>Nov</b>	388 693	0,1	-1,0	0,4	456 593	2,0	0,6	21,1	104 603	-7,9	-12,4	-4,2
<b>Dic</b>	397 829	-0,2	-1,2	0,1	458 927	1,8	-0,3	29,8	105 377	-6,1	-8,9	-3,8
<b>12 Ene</b>	387 314	-1,2	-1,6	-1,0	459 370	1,0	-1,4	32,6	107 249	-4,8	-5,7	-4,1
<b>Feb</b>	385 129	-1,1	-1,7	-0,9	461 802	0,8	-1,8	35,4	108 195	-4,6	-2,6	-6,0
<b>Mar</b>	389 049	-1,0	-1,2	-1,0	461 796	1,1	-1,6	36,1	106 658	-5,6	-2,8	-7,7
<b>Abr</b>	385 743	-2,0	-1,5	-2,2	457 742	0,0	-2,6	35,0	105 443	-6,3	-2,3	-9,2
<b>May</b>	391 310	-0,0	1,4	-0,5	450 951	-1,8	-4,4	32,4	102 333	-8,2	-2,3	-12,4
<b>Jun</b>	408 751	1,8	3,8	1,2	445 662	-3,2	-5,9	31,7	103 229	-6,1	-4,4	-7,3
<b>Jul</b>	402 090	0,6	4,0	-0,4	443 205	-3,7	-6,9	39,3	100 243	-8,9	-5,3	-11,4
<b>Ago</b> P	399 810	2,0	4,7	1,2	441 885	-3,8	-7,2	42,4	101 365	-6,7	-5,4	-7,7
<b>Sep</b> P	397 178	1,6	3,2	1,2	444 848	-2,9	-6,4	47,3	101 335	-5,3	-5,4	-5,1
<b>Oct</b> P	390 992	1,0	1,8	0,8	451 394	-1,7	-4,0	27,3	101 793	-5,0	-6,2	-4,0
<b>Nov</b> P	392 781	1,1	-1,2	1,7	456 990	0,1	-1,1	13,1	101 361	-3,1	-5,9	-1,0

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

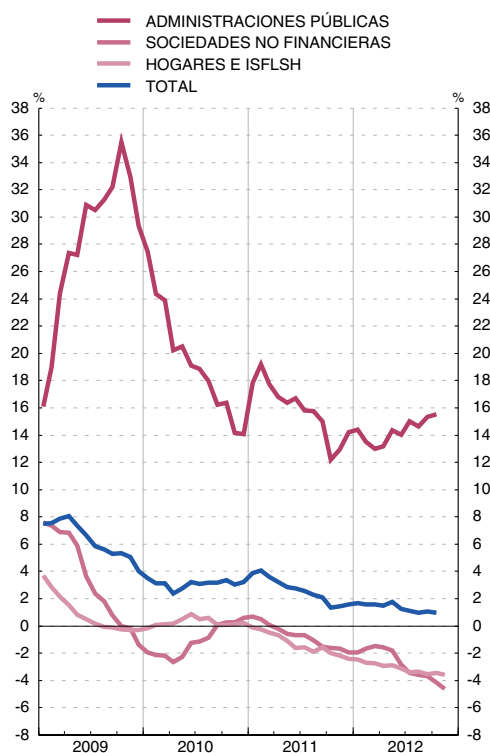
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

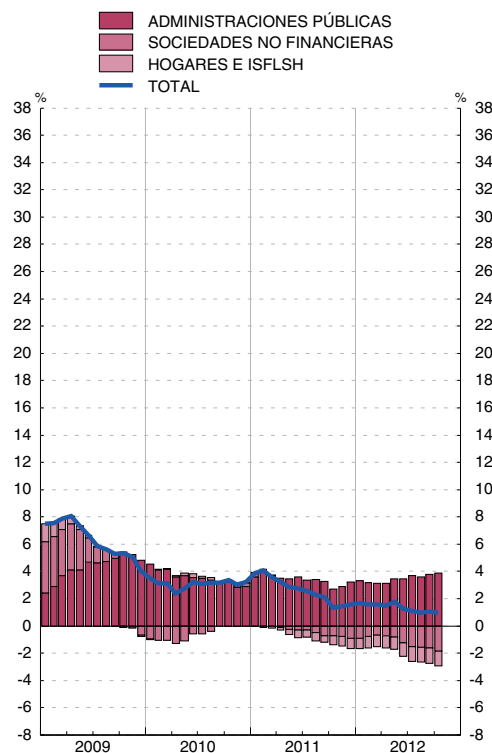
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos			
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
09	2 767 031	107 128	4,0	29,3	-0,9	-1,4	-0,3	-2,0	36,3	0,4	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,5	0,1
10	2 844 462	89 200	3,2	14,1	0,4	0,6	0,2	-0,4	10,6	3,4	2,9	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,4
11	2 862 714	44 885	1,6	14,2	-2,1	-2,0	-2,4	-3,3	7,6	2,4	3,2	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
11 Ago	2 840 299	-14 697	2,3	15,8	-1,4	-1,1	-1,9	-2,5	6,8	2,7	3,4	-1,1	-0,5	-0,6	-1,6	0,1	0,3
Sep	2 853 203	14 514	2,1	15,0	-1,5	-1,5	-1,5	-2,6	7,0	2,6	3,3	-1,2	-0,7	-0,5	-1,7	0,1	0,3
Oct	2 843 413	-4 732	1,3	12,2	-1,8	-1,6	-2,0	-2,8	5,4	2,6	2,7	-1,4	-0,7	-0,6	-1,8	0,1	0,3
Nov	2 860 709	17 249	1,4	12,9	-1,9	-1,7	-2,2	-3,0	4,8	2,6	2,9	-1,5	-0,8	-0,7	-1,9	0,1	0,3
Dic	2 862 714	5 595	1,6	14,2	-2,1	-2,0	-2,4	-3,3	7,6	2,4	3,2	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
12 Ene	2 870 471	6 227	1,7	14,4	-2,2	-2,0	-2,5	-3,4	8,6	2,2	3,3	-1,7	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
Feb	2 878 747	9 616	1,6	13,5	-2,1	-1,7	-2,7	-3,3	8,8	2,2	3,2	-1,6	-0,7	-0,8	-2,1	0,2	0,3
Mar	2 886 278	6 215	1,6	13,0	-2,0	-1,5	-2,7	-3,4	11,1	2,8	3,1	-1,5	-0,7	-0,8	-2,1	0,2	0,3
Abr	2 872 928	-10 434	1,5	13,2	-2,1	-1,6	-2,9	-3,5	8,2	2,6	3,1	-1,6	-0,7	-0,9	-2,1	0,2	0,3
May	2 884 280	8 946	1,8	14,3	-2,2	-1,8	-2,9	-3,6	7,1	2,8	3,5	-1,7	-0,8	-0,9	-2,2	0,2	0,3
Jun	2 893 113	8 454	1,2	14,0	-3,0	-2,8	-3,1	-4,1	9,1	0,7	3,5	-2,2	-1,3	-1,0	-2,5	0,2	0,1
Jul	P 2 876 387	-15 599	1,1	15,0	-3,4	-3,4	-3,4	-4,6	8,8	0,3	3,7	-2,6	-1,5	-1,1	-2,8	0,2	0,0
Ago	P 2 857 514	-18 598	1,0	14,6	-3,5	-3,6	-3,4	-4,6	8,6	0,1	3,6	-2,6	-1,6	-1,0	-2,8	0,2	0,0
Sep	P 2 870 613	17 886	1,1	15,3	-3,6	-3,7	-3,6	-4,7	9,5	-0,6	3,8	-2,7	-1,6	-1,1	-2,9	0,2	-0,1
Oct	P 2 858 112	-8 505	1,0	15,5	-3,9	-4,2	-3,5	-5,1	13,0	-0,9	3,9	-2,9	-1,8	-1,1	-3,1	0,3	-0,1
Nov	P ...	...	...	...	-4,2	-4,6	-3,6	-5,4	13,3	-1,5	...	...	...	...	...	...	...

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

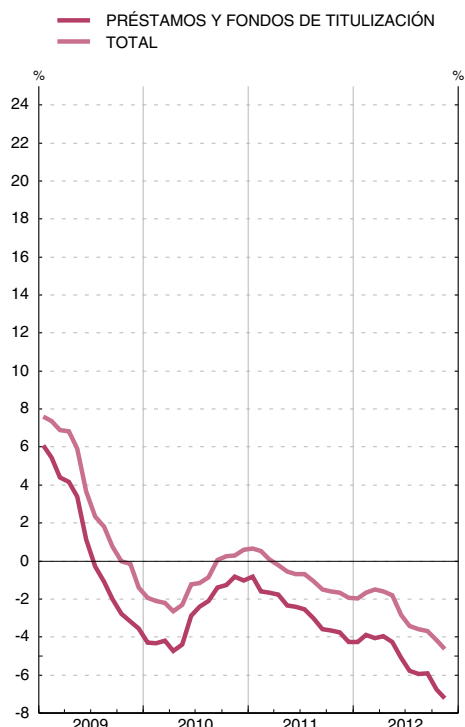
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

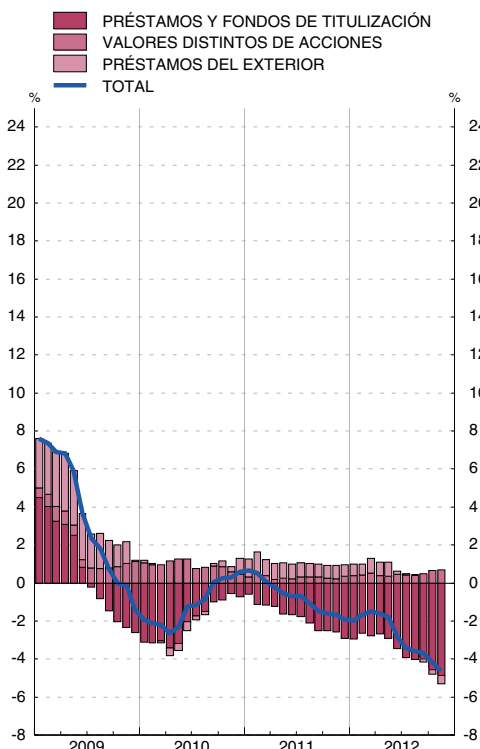
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
09	1 298 607	-18 104	-1,4	914 902	-3,6	-2,6	54 618	40 095	36,3	1,1	329 086	0,4	0,1	1 256
10	1 301 625	7 475	0,6	895 918	-1,0	-0,7	60 408	46 895	10,6	0,4	345 298	3,3	0,8	1 581
11	1 255 286	-25 410	-2,0	840 887	-4,2	-2,9	64 988	50 867	7,6	0,4	349 411	2,3	0,6	1 332
11 Ago	1 262 729	-9 969	-1,1	852 995	-3,0	-2,1	63 125	49 002	6,8	0,3	346 610	2,7	0,7	1 328
Sep	1 267 003	5 163	-1,5	852 340	-3,6	-2,5	63 927	49 802	7,0	0,3	350 737	2,5	0,7	1 212
Oct	1 262 877	482	-1,6	850 978	-3,6	-2,5	64 061	49 985	5,4	0,3	347 838	2,5	0,7	1 294
Nov	1 264 904	1 477	-1,7	849 929	-3,7	-2,6	64 424	50 363	4,8	0,2	350 551	2,6	0,7	1 275
Dic	1 255 286	-7 109	-2,0	840 887	-4,2	-2,9	64 988	50 867	7,6	0,4	349 411	2,3	0,6	1 332
12 Ene	1 253 690	-3 711	-2,0	835 814	-4,3	-2,9	65 338	51 080	8,6	0,4	352 538	2,2	0,6	1 325
Feb	1 253 971	1 313	-1,7	831 018	-3,9	-2,7	67 818	53 296	8,8	0,4	355 134	2,1	0,6	1 172
Mar	1 252 625	-1 996	-1,5	828 598	-4,1	-2,8	69 140	54 320	11,1	0,5	354 886	2,8	0,7	1 143
Abr	1 248 808	-2 051	-1,6	825 581	-3,9	-2,7	67 923	53 166	8,2	0,4	355 304	2,6	0,7	1 172
May	1 244 955	-6 544	-1,8	819 091	-4,3	-2,9	68 557	53 979	7,1	0,4	357 307	2,8	0,8	1 147
Jun	1 232 761	-13 290	-2,8	812 314	-5,1	-3,5	68 803	53 606	9,1	0,5	351 644	0,6	0,2	1 164
Jul	P 1 224 756	-7 392	-3,4	804 701	-5,8	-3,9	68 891	53 854	8,8	0,4	351 163	0,2	0,1	1 120
Ago	P 1 212 774	-11 475	-3,6	792 990	-5,9	-4,0	68 557	53 546	8,6	0,4	351 227	0,0	0,0	1 099
Sep	P 1 212 696	3 775	-3,7	792 423	-5,9	-4,0	69 978	55 041	9,5	0,5	350 295	-0,6	-0,2	1 115
Oct	P 1 203 510	-5 491	-4,2	784 103	-6,7	-4,5	72 366	56 616	13,0	0,7	347 040	-1,0	-0,3	1 066
Nov	P 1 198 404	-4 442	-4,6	779 014	-7,2	-4,9	73 017	56 076	13,3	0,7	346 372	-1,6	-0,4	1 047

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

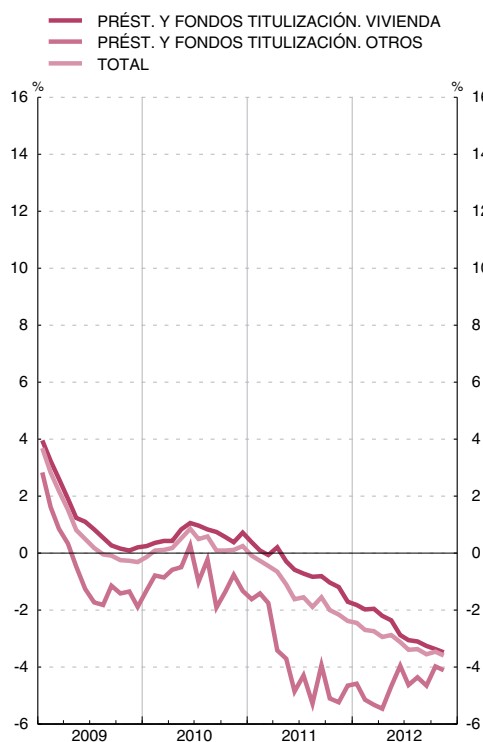
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

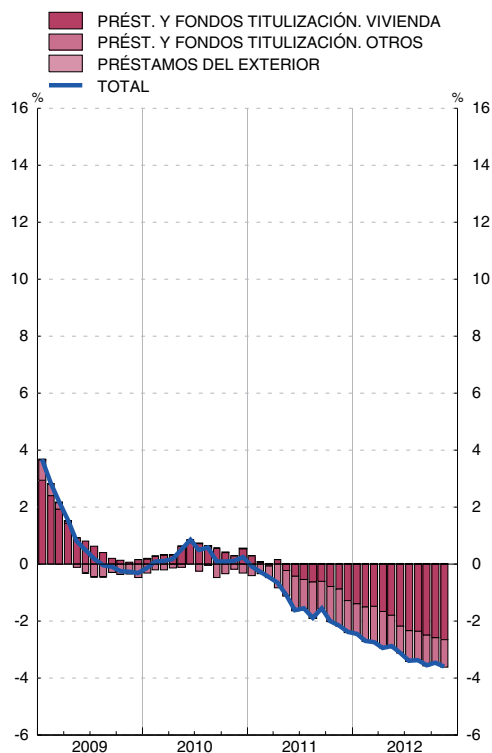
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: prés- tamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter- anual	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
09	903 342	-2 867	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	2 966	3,8	0,0	23 986	2 986
10	898 146	2 116	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	2 902	5,8	0,0	17 161	1 637
11	870 960	-21 481	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
11 Ago	878 962	-4 454	-1,9	671 877	-0,8	-0,6	204 077	-5,3	-1,3	3 007	6,2	0,0	15 627	648
Sep	877 623	-618	-1,5	671 201	-0,8	-0,6	203 403	-3,9	-0,9	3 018	6,4	0,0	15 475	605
Oct	873 953	-3 220	-2,0	669 149	-1,0	-0,8	201 797	-5,1	-1,2	3 007	5,0	0,0	15 305	610
Nov	877 624	4 173	-2,2	667 909	-1,2	-0,9	206 696	-5,2	-1,3	3 020	4,7	0,0	15 250	570
Dic	870 960	-5 583	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
12 Ene	865 762	-4 614	-2,5	663 730	-1,8	-1,4	199 318	-4,6	-1,1	2 714	4,9	0,0	10 245	497
Feb	861 035	-4 418	-2,7	660 918	-2,0	-1,5	197 389	-5,1	-1,2	2 728	5,3	0,0	10 194	450
Mar	858 727	-2 975	-2,7	659 805	-2,0	-1,5	196 186	-5,3	-1,3	2 737	4,7	0,0	10 089	428
Abr	855 481	-2 097	-2,9	660 121	-2,2	-1,7	192 603	-5,5	-1,3	2 757	5,3	0,0	10 040	347
May	853 837	-1 358	-2,9	657 256	-2,4	-1,8	193 809	-4,7	-1,1	2 772	5,2	0,0	9 897	271
Jun	855 738	2 617	-3,1	653 954	-2,9	-2,2	199 001	-4,0	-0,9	2 783	5,2	0,0	9 753	378
Jul	847 701	-7 522	-3,4	652 132	-3,1	-2,3	192 770	-4,6	-1,1	2 799	4,9	0,0	8 273	295
Ago	843 988	-3 945	-3,4	649 660	-3,1	-2,4	191 517	-4,4	-1,0	2 811	5,2	0,0	8 180	263
Sep	840 752	-2 302	-3,6	648 026	-3,3	-2,5	189 911	-4,7	-1,1	2 815	5,1	0,0	8 505	252
Oct	838 178	-2 274	-3,5	645 408	-3,4	-2,6	189 851	-4,0	-0,9	2 919	7,6	0,0	8 428	215
Nov	840 792	2 881	-3,6	643 426	-3,5	-2,7	194 428	-4,1	-1,0	2 938	8,0	0,0	8 326	207

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.



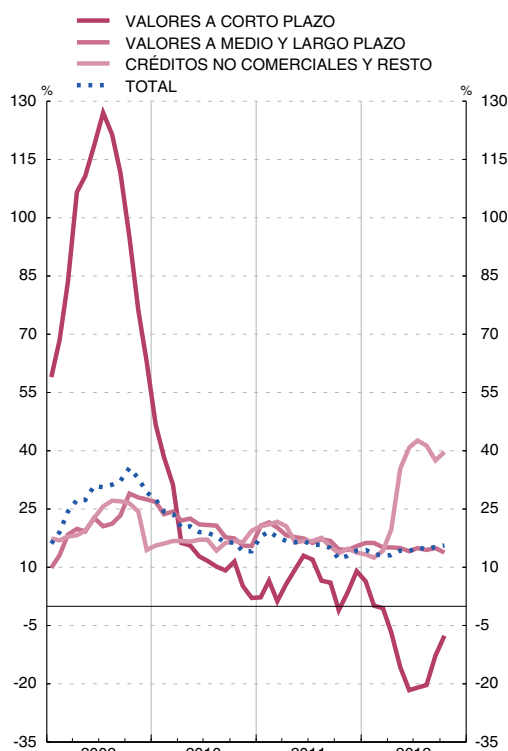
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

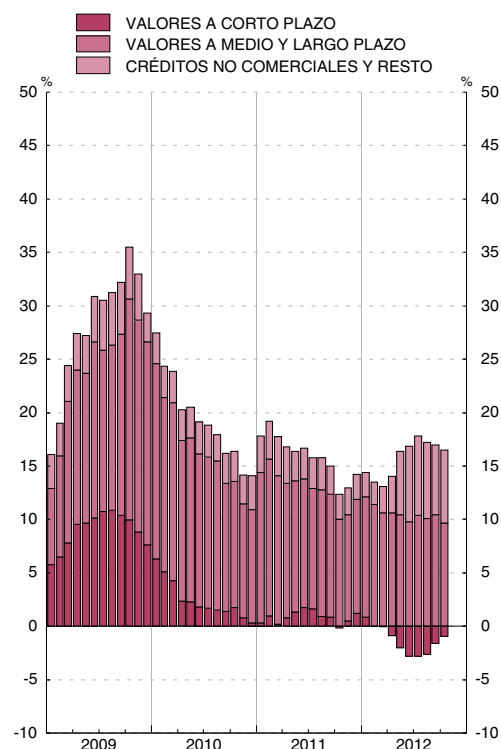
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>08</b>	436 984	54 677	14,3	53 033	19 637	58,8	5,1	302 498	22 626	8,1	5,9	81 453	12 414	18,0	3,2
<b>09</b>	565 082	128 098	29,3	86 395	33 361	62,9	7,6	385 433	82 935	27,4	19,0	93 255	11 802	14,5	2,7
<b>10</b>	P 644 692	79 609	14,1	88 201	1 806	2,1	0,3	445 175	59 742	15,5	10,6	111 316	18 061	19,4	3,2
<b>11</b>	P 736 468	91 777	14,2	96 153	7 952	9,0	1,2	513 696	68 521	15,4	10,6	126 619	15 303	13,7	2,4
<b>11 May</b>	P 686 986	7 727	16,4	89 763	3 600	9,5	1,3	481 957	5 841	17,7	12,3	115 265	-1 714	16,4	2,7
<b>Jun</b>	P 705 526	18 540	16,7	92 398	2 635	13,0	1,8	490 811	8 854	17,4	12,0	122 316	7 051	16,8	2,9
<b>Jul</b>	P 698 882	-6 644	15,8	93 407	1 009	12,0	1,7	483 074	-7 737	16,3	11,2	122 401	85	16,8	2,9
<b>Ago</b>	P 698 608	-274	15,8	90 370	-3 037	6,6	0,9	487 085	4 011	17,2	11,9	121 154	-1 247	17,5	3,0
<b>Sep</b>	P 708 577	9 969	15,0	91 377	1 008	6,1	0,8	493 453	6 368	16,8	11,5	123 747	2 593	15,2	2,7
<b>Oct</b>	P 706 582	-1 995	12,2	90 110	-1 267	-1,0	-0,1	494 460	1 007	14,6	10,0	122 012	-1 735	13,7	2,3
<b>Nov</b>	P 718 181	11 599	12,9	93 376	3 266	3,5	0,5	502 460	8 000	14,4	9,9	122 346	334	14,8	2,5
<b>Dic</b>	P 736 468	18 287	14,2	96 153	2 778	9,0	1,2	513 696	11 236	15,4	10,6	126 619	4 273	13,7	2,4
<b>12 Ene</b>	P 751 019	14 551	14,4	93 550	-2 604	6,4	0,9	529 881	16 185	16,2	11,3	127 589	970	13,3	2,3
<b>Feb</b>	P 763 741	12 722	13,5	89 450	-4 100	0,1	0,0	544 638	14 757	16,3	11,4	129 654	2 065	12,5	2,1
<b>Mar</b>	P 774 926	11 185	13,0	85 483	-3 966	-0,6	-0,1	553 704	9 066	15,1	10,6	135 739	6 085	14,3	2,5
<b>Abr</b>	P 768 640	-6 287	13,2	80 278	-5 205	-6,8	-0,9	548 214	-5 491	15,1	10,6	140 148	4 409	19,8	3,4
<b>May</b>	P 785 487	16 848	14,3	75 655	-4 623	-15,7	-2,1	553 781	5 567	14,9	10,5	156 051	15 903	35,4	5,9
<b>Jun</b>	P 804 615	19 127	14,0	72 386	-3 269	-21,7	-2,8	560 000	6 219	14,1	9,8	172 228	16 177	40,8	7,1
<b>Jul</b>	A 803 930	-685	15,0	73 843	1 456	-20,9	-2,8	555 544	-4 456	15,0	10,4	174 544	2 315	42,6	7,5
<b>Ago</b>	A 800 752	-3 178	14,6	72 057	-1 786	-20,3	-2,6	557 444	1 900	14,4	10,1	171 251	-3 292	41,4	7,2
<b>Sep</b>	A 817 164	16 412	15,3	79 770	7 713	-12,7	-1,6	567 236	9 792	15,0	10,4	170 158	-1 093	37,5	6,5
<b>Oct</b>	A 816 424	-740	15,5	83 303	3 532	-7,6	-1,0	562 763	-4 473	13,8	9,7	170 359	201	39,6	6,8

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

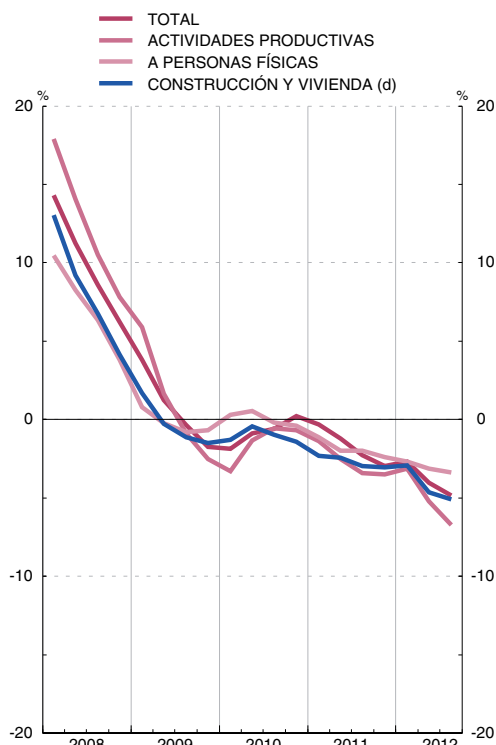
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Finan- ciación a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clas- ficar	Pro me- moría: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricultura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)				
						Del cual	Servicios inmobiliarios								
															Total
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
09	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
10	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099
11	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321
08 /	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062
///	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09 /	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
///	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917
III	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
IV	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
10 /	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
///	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436
III	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836
IV	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099
11 /	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867
///	1 817 801	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 425	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	43 806	1 072 912
III	1 788 847	951 096	22 203	145 503	102 258	681 132	303 506	794 554	655 726	625 101	38 478	100 350	6 557	36 639	1 061 491
IV	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321
12 /	1 768 488	935 176	21 416	139 850	96 193	677 716	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	44 228	1 041 606
///	1 744 215	912 949	21 085	138 007	91 869	661 988	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	44 338	1 023 012
III	1 701 789	886 962	20 852	135 140	87 793	643 178	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	40 061	1 007 562

### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



### CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

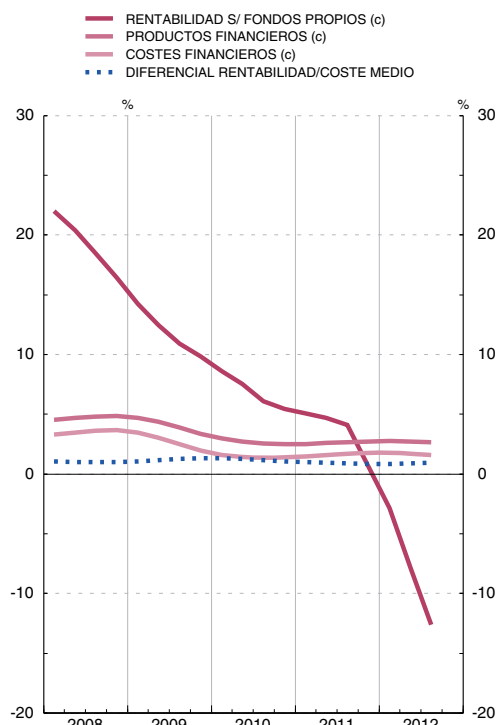
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPÓSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

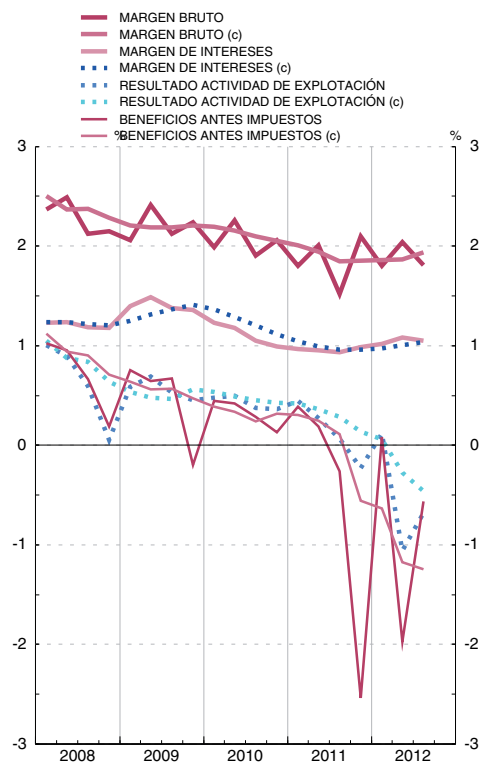
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
	Produc- tos fi- nan- cios	Costes	Margen de in- te- ses	Rendi- miento in- stru. cap. y otros ptos. y gastos	Margen bruto	Gastos de ex- plota- ción	Del cual De per- sonal	Otros resul- tados de ex- plota- ción	Resulta- do de la activi- dad de explota- ción	Resto de pro- ductos y cos- tes	Benefi- cios antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabi- lidad media de Fondos propios (a)	Rentabi- lidad media de operac. activas (b)	Coste medio de opera- ciones pasivas (b)	Diferen- cia (13-14)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>09</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
<b>10</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
<b>11</b>	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9
<b>09 / IV</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
<b>10 /</b>	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3
<b>II</b>	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3
<b>III</b>	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2
<b>IV</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
<b>11 /</b>	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0
<b>II</b>	2,7	1,8	1,0	1,1	2,0	1,0	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	4,1	2,8	1,8	0,9
<b>III</b>	2,8	1,8	0,9	0,6	1,5	0,9	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,3	1,7	2,8	2,0	0,9
<b>IV</b>	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9
<b>12 /</b>	2,7	1,7	1,0	0,8	1,8	0,9	0,5	0,8	0,1	0,2	0,1	-8,9	3,0	2,1	0,9
<b>II</b>	2,6	1,5	1,1	1,0	2,0	0,9	0,5	2,2	-1,1	0,8	-2,0	-16,0	3,0	2,0	0,9
<b>III</b>	2,4	1,4	1,1	0,8	1,8	0,8	0,5	1,7	-0,7	0,3	-0,6	-17,1	2,9	1,9	1,0

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

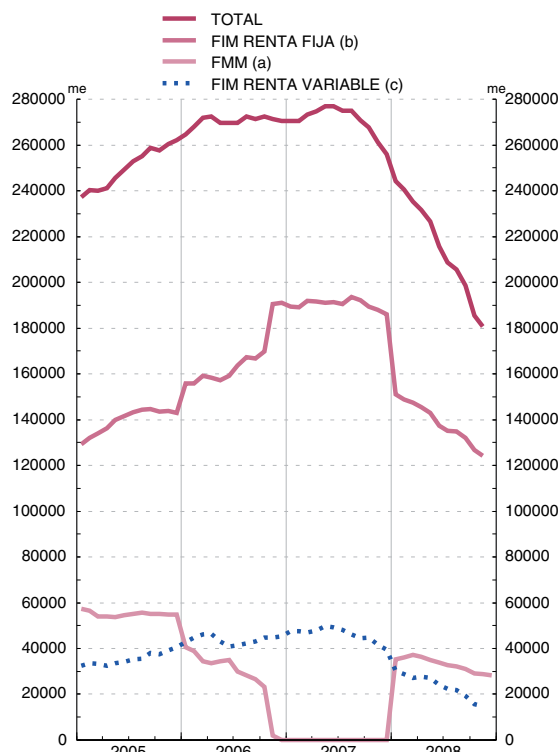
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

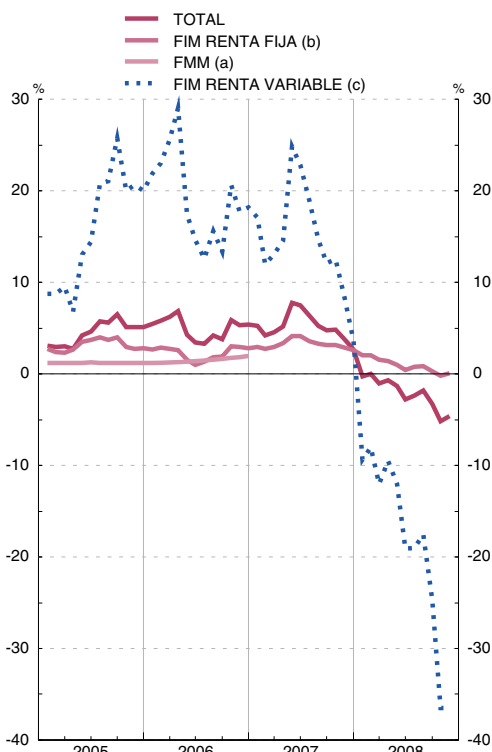
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>05</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>07 Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<b>Sep</b>	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
<b>Oct</b>	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
<b>Nov</b>	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
<b>Dic</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>08 Ene</b>	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
<b>Feb</b>	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
<b>Mar</b>	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
<b>Abr</b>	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
<b>May</b>	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
<b>Jun</b>	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
<b>Jul</b>	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
<b>Ago</b>	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
<b>Sep</b>	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
<b>Oct</b>	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
<b>Nov</b>	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

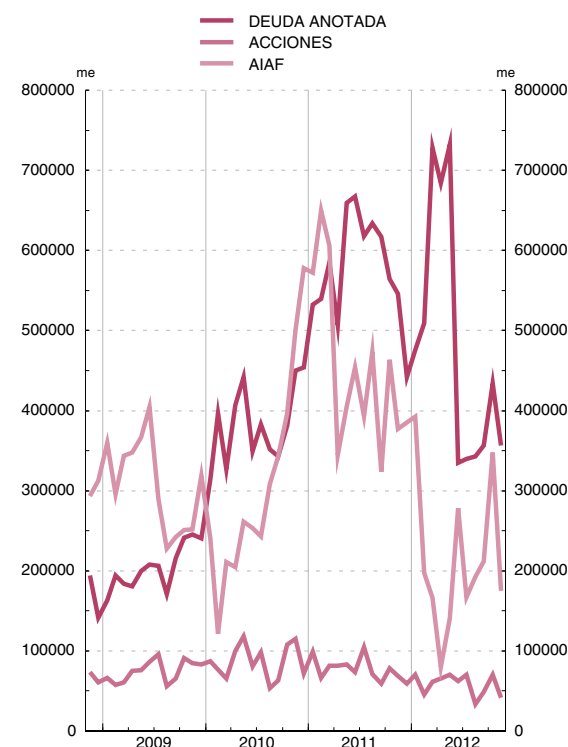
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	1 053,39	10 203,05	262,35	2 737,05	1 038 259	67 454	4 597 749	3 660 872	-	37 904	-	6 639
11	986,15	9 727,31	258,92	2 646,26	926 265	70 978	6 911 206	5 448 503	-	29 630	-	5 591
12	A 759,00	7 525,56	238,81	2 398,93	639 738	57 123	5 293 164	2 349 112	-	30 708	-	4 724
11 Ago	881,40	8 718,60	228,82	2 302,08	70 892	5 279	633 792	473 063	...	1 523	...	602
Sep	862,85	8 546,60	214,77	2 179,66	58 839	5 331	617 152	323 864	...	3 030	...	441
Oct	901,18	8 954,90	232,83	2 385,22	78 397	4 071	564 362	463 770	...	1 994	...	356
Nov	845,97	8 449,50	226,68	2 330,43	68 702	13 191	545 551	377 003	...	2 949	...	367
Dic	857,65	8 566,30	225,78	2 316,55	59 425	4 652	441 925	385 388	...	4 211	...	283
12 Ene	855,17	8 509,20	237,81	2 416,66	70 057	4 595	475 268	392 335	...	2 990	...	304
Feb	852,45	8 465,90	248,09	2 512,11	45 692	5 239	509 249	197 260	...	1 977	...	327
Mar	807,46	8 008,00	247,21	2 477,28	61 373	5 458	727 917	166 605	...	4 527	...	441
Abr	707,48	7 011,00	233,02	2 306,43	65 798	5 699	683 752	79 682	...	1 710	...	587
May	617,23	6 089,80	213,87	2 118,94	70 119	6 897	732 309	140 899	...	2 419	...	626
Jun	718,49	7 102,20	226,42	2 264,72	62 049	3 875	335 123	277 867	...	4 246	...	566
Jul	680,53	6 738,10	232,34	2 325,72	70 446	5 057	339 550	167 029	...	2 140	...	515
Ago	749,84	7 420,50	241,70	2 440,71	33 630	3 945	342 962	192 740	...	2 044	...	374
Sep	777,05	7 708,50	244,21	2 454,26	48 788	6 081	356 661	212 006	...	4 937	...	357
Oct	790,12	7 842,90	248,10	2 503,64	69 931	4 267	433 914	347 799	...	1 819	...	338
Nov	P 798,04	7 934,60	254,83	2 575,25	41 854	6 008	356 458	174 890	...	1 899	...	289

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

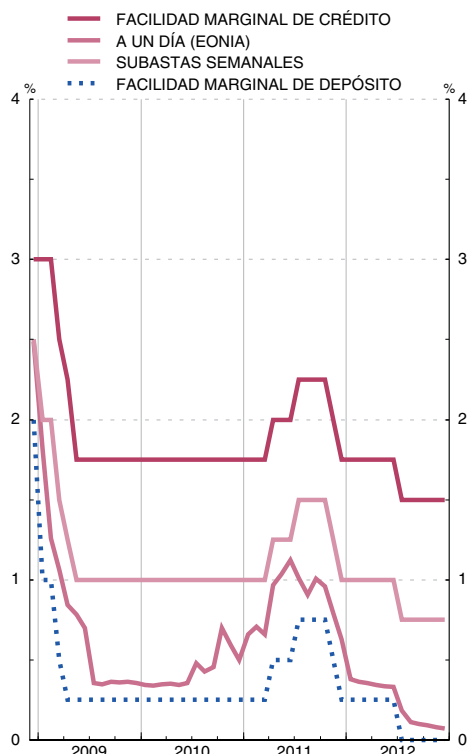
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

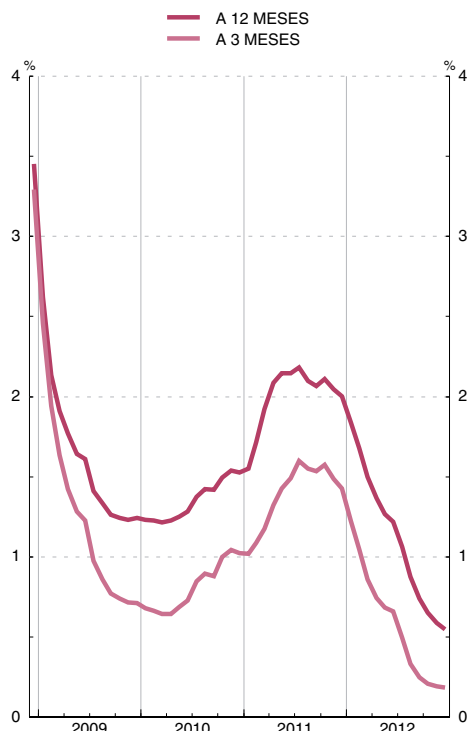
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (euríbor) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
10	1,00	1,00	1,75	0,25	0,437	0,57	0,81	1,08	1,35	0,46	0,71	0,87	1,04	1,36	0,39	0,57	0,74	0,98
11	1,00	1,00	1,75	0,25	0,871	1,18	1,39	1,64	2,01	1,02	1,33	1,34	1,57	2,64	0,88	1,17	1,39	2,04
12	0,75	0,75	1,50	-	0,229	0,33	0,57	0,83	1,11	0,27	0,76	1,06	-	1,72	0,18	0,41	0,56	1,00
11 Sep	1,50	1,50	2,25	0,75	1,005	1,35	1,54	1,74	2,07	1,27	1,60	1,68	-	3,10	1,00	1,23	1,37	-
Oct	1,50	1,50	2,25	0,75	0,960	1,36	1,58	1,78	2,11	1,40	1,52	-	-	-	1,06	1,30	1,44	-
Nov	1,25	1,25	2,00	0,50	0,790	1,23	1,48	1,71	2,04	1,38	1,30	1,46	-	3,10	1,01	1,28	1,65	1,00
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,627	1,14	1,43	1,67	2,00	0,81	1,38	-	-	-	0,64	1,08	1,77	-
12 Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,380	0,84	1,22	1,51	1,84	0,34	1,14	1,16	-	-	0,24	0,37	0,50	-
Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,366	0,63	1,05	1,35	1,68	0,35	0,84	1,07	-	1,72	0,27	0,28	0,53	-
Mar	1,00	1,00	1,75	0,25	0,357	0,47	0,86	1,16	1,50	0,31	0,50	0,94	-	-	0,17	0,16	0,60	-
Abr	1,00	1,00	1,75	0,25	0,345	0,41	0,74	1,04	1,37	0,31	0,48	-	-	-	0,20	0,21	0,45	-
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,337	0,39	0,68	0,97	1,27	0,34	0,54	-	-	-	0,25	0,32	0,61	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,332	0,38	0,66	0,94	1,22	0,41	0,83	-	-	-	0,32	0,77	0,93	-
Jul	0,75	0,75	1,50	-	0,184	0,22	0,50	0,78	1,06	0,24	0,51	-	-	-	0,20	0,45	0,15	1,00
Ago	0,75	0,75	1,50	-	0,110	0,13	0,33	0,61	0,88	0,21	0,59	-	-	-	0,15	0,45	-	-
Sep	0,75	0,75	1,50	-	0,099	0,12	0,25	0,48	0,74	0,21	2,22	-	-	-	0,10	0,43	0,46	-
Oct	0,75	0,75	1,50	-	0,091	0,11	0,21	0,41	0,65	0,20	0,60	-	-	-	0,15	0,51	0,67	-
Nov	0,75	0,75	1,50	-	0,079	0,11	0,19	0,36	0,59	0,14	0,65	-	-	-	0,06	0,53	0,64	-
Dic	0,75	0,75	1,50	-	0,073	0,11	0,19	0,32	0,55	0,18	0,20	-	-	-	0,09	0,46	0,58	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

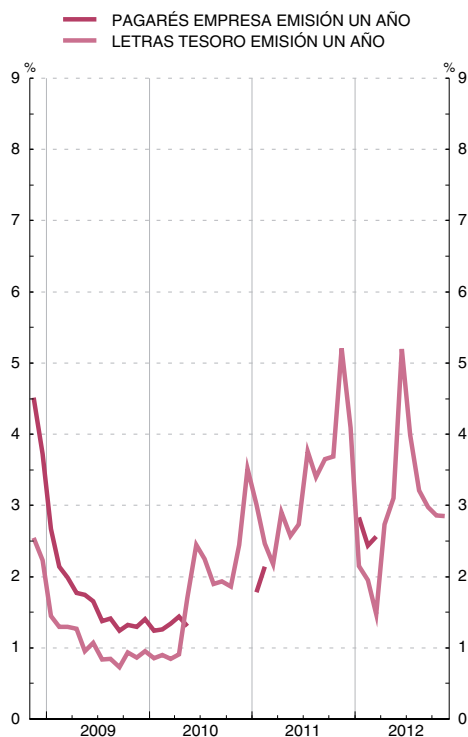
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

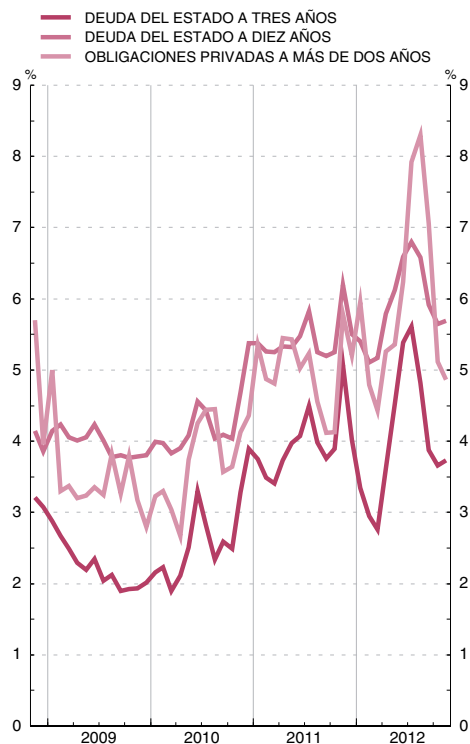
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
10		1,80	1,70	1,32	1,62	2,79	3,27	4,51	4,97	5,11	2,64	4,25	3,74
11		3,31	3,04	1,95	3,11	4,11	4,64	5,55	5,99	5,96	3,97	5,44	5,00
12	A	2,95	2,70	2,48	3,20	4,00	4,86	5,84	-	6,37	4,03	5,90	5,94
11	Ago	3,40	3,25	-	3,50	4,90	-	5,05	-	-	3,98	5,25	4,56
	Sep	3,65	3,33	-	3,34	-	4,52	5,20	-	-	3,76	5,20	4,12
	Oct	3,69	3,47	-	3,44	3,52	-	5,45	-	-	3,89	5,25	4,13
	Nov	5,20	4,75	-	3,53	4,36	4,89	7,09	-	-	5,07	6,19	5,78
	Dic	4,09	3,45	-	3,66	5,20	5,56	5,57	-	-	4,02	5,50	5,21
12	Ene	2,15	2,04	2,83	3,65	3,58	3,95	5,47	-	-	3,34	5,40	5,95
	Feb	1,95	1,63	2,44	3,42	3,13	3,70	4,90	-	-	2,95	5,11	4,79
	Mar	1,47	1,43	2,56	3,23	2,52	4,24	-	-	-	2,76	5,17	4,43
	Abr	2,74	2,42	-	3,08	3,52	4,37	5,78	-	-	3,62	5,79	5,26
	May	3,10	3,27	-	3,05	5,13	4,98	-	-	-	4,52	6,13	5,36
	Jun	5,20	4,18	-	3,18	5,51	6,20	6,12	-	-	5,39	6,59	6,24
	Jul	3,99	4,05	-	2,52	5,30	6,54	6,80	-	-	5,61	6,79	7,92
	Ago	3,21	3,09	2,44	2,74	4,85	6,06	6,71	-	-	4,82	6,58	8,30
	Sep	2,98	2,63	-	2,92	3,55	4,58	5,70	-	-	3,88	5,92	7,06
	Oct	2,86	2,54	-	3,76	3,27	4,00	5,47	-	-	3,66	5,65	5,12
	Nov	2,85	2,42	2,10	3,72	3,66	4,79	5,56	-	6,37	3,73	5,69	4,86

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

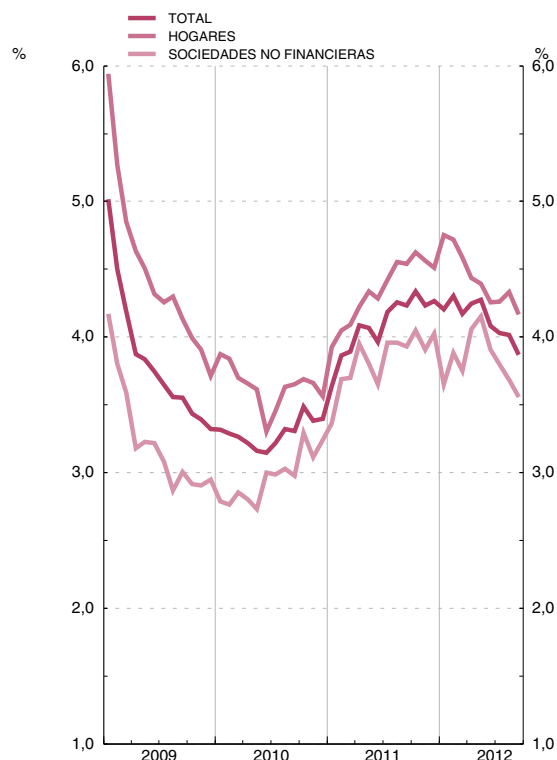
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

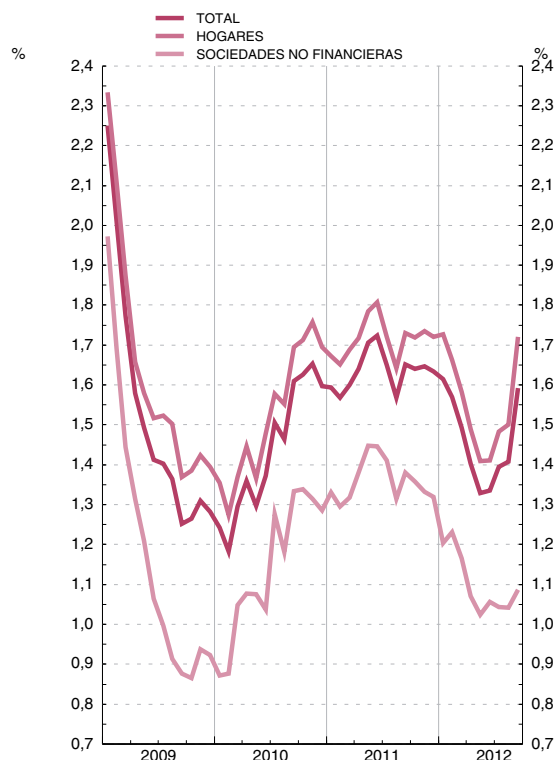
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)								
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines (e) 4	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c) 7		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
10		3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98
11		4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,39	3,51	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13
12	A	3,83	3,98	3,06	6,99	3,67	5,58	2,74	1,63	1,75	0,22	2,89	1,29	1,14	0,40	2,11
11		4,09	4,22	3,31	7,13	3,95	5,01	3,37	1,64	1,72	0,30	2,73	1,24	1,38	0,63	2,23
May		4,07	4,34	3,46	7,13	3,80	5,08	3,12	1,71	1,79	0,31	2,83	1,16	1,45	0,65	2,32
Jun		3,96	4,28	3,53	6,64	3,65	5,09	3,08	1,72	1,81	0,30	2,91	1,23	1,45	0,64	2,34
Jul		4,19	4,42	3,58	7,10	3,96	5,23	3,29	1,65	1,72	0,30	2,75	1,23	1,41	0,64	2,27
Ago		4,26	4,55	3,68	7,38	3,96	5,18	3,36	1,57	1,64	0,33	2,57	1,12	1,32	0,65	2,04
Sep		4,23	4,54	3,67	7,34	3,93	5,19	3,27	1,65	1,73	0,30	2,74	1,14	1,38	0,63	2,20
Oct		4,33	4,62	3,75	7,47	4,05	5,34	3,31	1,64	1,72	0,30	2,72	1,22	1,36	0,66	2,10
Nov		4,23	4,56	3,72	7,22	3,91	5,36	3,16	1,65	1,73	0,29	2,77	1,16	1,33	0,63	2,13
Dic		4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,39	3,51	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13
12		4,20	4,75	3,80	7,86	3,65	5,52	2,96	1,61	1,73	0,27	2,78	0,51	1,20	0,60	1,91
Feb		4,30	4,72	3,82	7,70	3,88	5,42	3,14	1,57	1,66	0,26	2,66	0,49	1,23	0,60	1,94
Mar		4,17	4,59	3,74	7,41	3,75	5,49	2,96	1,49	1,58	0,28	2,53	0,39	1,16	0,56	1,88
Abr		4,25	4,43	3,53	7,48	4,06	5,82	3,21	1,40	1,49	0,27	2,37	0,58	1,07	0,54	1,68
May		4,27	4,39	3,47	7,46	4,15	5,56	3,60	1,33	1,41	0,26	2,26	0,64	1,02	0,51	1,69
Jun		4,08	4,26	3,40	7,04	3,91	5,58	3,36	1,34	1,41	0,26	2,31	0,77	1,06	0,52	1,79
Jul		4,03	4,26	3,34	7,32	3,80	5,70	2,98	1,40	1,48	0,24	2,44	0,72	1,04	0,49	1,77
Ago		4,01	4,33	3,31	7,76	3,68	5,81	2,74	1,41	1,50	0,25	2,47	0,75	1,04	0,46	1,81
Sep		3,87	4,17	3,18	7,50	3,56	5,51	2,57	1,59	1,72	0,26	2,84	1,14	1,09	0,44	1,93
Oct		3,89	4,14	3,18	7,34	3,64	5,61	2,71	1,61	1,70	0,25	2,77	1,11	1,23	0,43	2,26
Nov	P	3,83	3,98	3,06	6,99	3,67	5,58	2,74	1,63	1,75	0,22	2,89	1,29	1,14	0,40	2,11

#### PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



#### DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).



#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
09	107,5	110,5	112,2	102,1	102,6	104,7	107,6	109,3	99,5	106,9	109,4	111,8	112,8	103,3
10	106,8	110,0	109,6	102,3	101,9	104,8	108,0	107,6	100,5	106,8	110,0	110,3	111,6	104,2
11	106,8	110,2	106,9	101,8	101,9	104,9	108,2	104,9	99,9	107,0	110,4	107,5	109,5	103,8
10 IV	106,4	110,6	108,8	101,9	101,8	104,6	108,7	106,9	100,1	106,5	110,8	109,5	113,6	103,7
11 I	106,7	109,5	107,6	102,2	101,6	105,1	107,8	105,9	100,6	107,0	110,1	108,6	106,1	104,2
II	106,8	110,9	107,7	102,4	101,8	104,9	108,8	105,7	100,5	107,0	111,1	108,3	108,7	104,4
III	106,9	109,9	106,5	102,0	102,0	104,8	107,8	104,4	100,0	107,0	110,0	107,1	110,9	104,0
IV	106,9	110,6	105,7	100,7	102,1	104,6	108,3	103,5	98,6	106,9	110,5	106,1	112,3	102,6
12 I	106,7	108,6	103,9	102,1	101,7	104,9	106,8	102,1	100,4	107,1	109,1	105,0	108,7	104,3
II	106,5	109,8	102,0	101,6	101,5	104,9	108,1	100,5	100,1	107,2	110,4	103,3	109,1	103,7
III	106,5	109,2	100,3	...	101,1	105,3	108,0	99,2	...	107,5	110,3	102,0	109,9	...
12 Mar	106,8	109,2	103,9	102,1	101,6	105,1	107,4	102,1	100,5	107,3	109,7	105,0	108,7	104,5
Abr	106,7	109,9	...	101,2	101,6	105,0	108,2	...	99,7	107,3	110,5	...	...	103,4
May	106,5	109,7	...	101,8	101,5	105,0	108,1	...	100,3	107,2	110,4	...	...	103,9
Jun	106,4	109,6	102,0	101,7	101,5	104,8	108,0	100,5	100,2	107,0	110,3	103,3	109,1	103,9
Jul	106,4	108,7	...	...	101,2	105,1	107,4	...	...	107,4	109,7	...	...	...
Ago	106,5	108,6	...	...	101,0	105,4	107,5	...	...	107,6	109,8	...	...	...
Sep	106,7	110,4	100,3	...	101,2	105,5	109,1	99,2	...	107,7	111,5	102,0	109,9	...
Oct	106,6	110,8	...	...	101,3	105,2	109,4	...	...	107,4	111,7	...	...	...
Nov	...	110,7	...	...	101,3	...	109,3	...	...	...	111,7	...	...	...
Dic	...	...	...	...	101,4	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

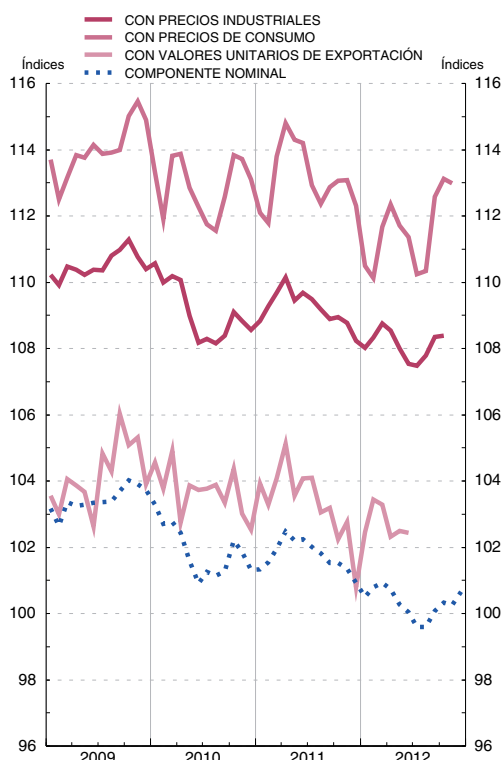
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

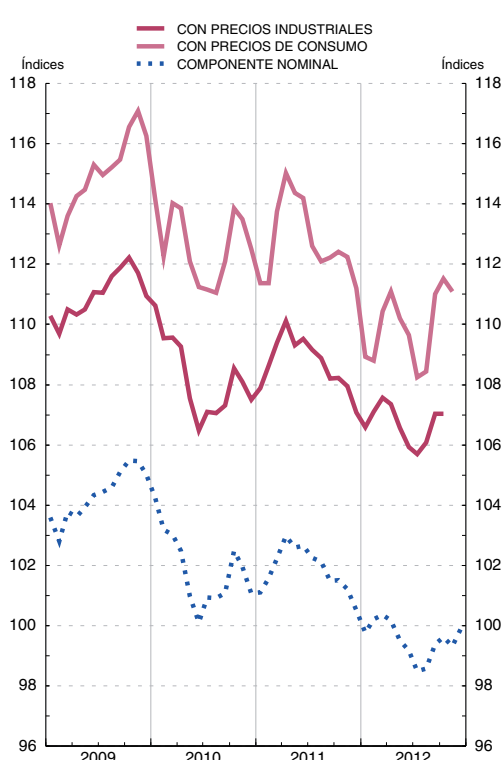
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
	■	■		■	■					■	■	■		
09	110,5	114,0	120,1	104,2	103,4	106,9	110,2	116,1	100,7	111,0	115,0	104,4	106,4	110,2
10	109,1	112,9	116,4	103,7	101,9	107,1	110,8	114,2	101,8	108,2	112,7	101,9	106,2	110,6
11	109,2	113,1	113,4	103,3	101,7	107,3	111,2	111,4	101,6	108,7	112,7	101,8	106,7	110,7
10 IV	108,8	113,6	118,0	103,3	101,8	106,9	111,6	115,9	101,5	108,0	113,3	101,8	106,1	111,2
11 I	109,3	112,6	109,7	103,8	101,6	107,5	110,8	108,0	102,1	108,6	112,2	101,6	106,9	110,4
II	109,8	114,4	113,1	104,2	102,3	107,3	111,9	110,6	101,9	109,6	114,5	102,7	106,7	111,5
III	109,2	112,7	114,8	103,4	101,8	107,3	110,7	112,7	101,6	108,8	112,3	102,0	106,7	110,2
IV	108,7	112,8	115,8	101,9	101,3	107,3	111,4	114,3	100,6	107,7	111,9	101,1	106,6	110,8
12 I	108,4	110,8	111,5	103,1	100,7	107,6	110,0	110,7	102,3	107,1	109,4	100,1	107,0	109,3
II	108,0	111,8	111,5	102,4	100,3	107,7	111,4	111,1	102,1	106,6	110,3	99,6	107,0	110,7
III	107,9	111,0	111,6	...	99,8	108,1	111,3	111,9	...	106,3	109,2	98,8	107,5	110,5
12 Mar	108,7	111,7	111,5	103,3	100,9	107,8	110,7	110,7	102,3	107,6	110,4	100,4	107,2	110,0
Abr	108,6	112,3	...	102,3	100,7	107,8	111,5	...	101,6	107,4	111,1	100,2	107,2	110,9
May	108,0	111,7	...	102,5	100,3	107,7	111,4	...	102,2	106,6	110,2	99,5	107,1	110,7
Jun	107,5	111,4	111,5	102,4	100,0	107,5	111,3	111,1	102,4	105,9	109,7	99,2	106,8	110,6
Jul	107,5	110,3	...	...	99,6	107,9	110,7	...	...	105,7	108,2	98,5	107,3	109,9
Ago	107,8	110,3	...	...	99,6	108,2	110,8	...	...	106,1	108,4	98,6	107,6	110,0
Sep	108,4	112,6	111,6	...	100,1	108,3	112,5	111,9	...	107,0	111,0	99,4	107,7	111,7
Oct	108,4	113,1	...	...	100,3	108,1	112,8	...	...	107,0	111,5	99,6	107,5	112,0
Nov	...	113,0	...	...	100,2	...	112,7	...	...	...	111,1	99,3	...	111,8
Dic	...	...	...	...	100,7	...	...	...	...	...	...	99,9	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en [http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat\\_publ.pdf](http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf).

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en [http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice\\_general.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf).

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a [publicaciones@bde.es](mailto:publicaciones@bde.es).

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2013  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos centrales nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de crédito
EFC	Establecimientos financieros de crédito
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día ( <i>Euro Overnight Index Average</i> )
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros ( <i>Euro Interbank Offered Rate</i> )
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros
FFPP	Fondos de pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario
FIM	Fondos de inversión mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del mercado monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones financieras monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Instituciones de inversión colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística

INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de precios de consumo
IPI	Índice de producción industrial
IPRI	Índice de precios industriales
IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
OBS	Obra benéfico-social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros sectores residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto interior bruto
PIBpm	Producto interior bruto a precios de mercado
PNB	Producto nacional bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa anual equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
VNA	Variación neta de activos
VNP	Variación neta de pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T <sub>j</sub>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.